



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2021

Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern: 7. Tagung zu Private Equity: Tagungsband 2020

Edited by: Gericke, Dieter

Abstract: Lange galt Venture Capital als „kleine“ Form des PE-Investments. „Unicorns“, auch in der Schweiz, technologische Entwicklungen sowie der globale Wettbewerb setzten Venture Capital und die Förderung von Unternehmertum wieder mit Wucht auf die Agenden von Wirtschaft und Politik. Die Themen und Instrumente haben sich erneuert und gewandelt. Diese Neuerungen standen im Fokus der Referate anlässlich der 7. Tagung des Europa Institut an der Universität Zürich, welche in diesem Band schriftlich und mit wissenschaftlicher Akribie aufgearbeitet sind. Zu den Themen gehören Investitionsformen wie Tokens oder „KISS“-Loans, Technologietransfer von Universitäten, Wachstum und Insolvenzgefahr, Corporate Governance Fragen wie auch neuste steuerliche Entwicklungen bei Incentive-Strukturen. Die durch die Covid 19-Misere noch geschärfte Aktualität dieser Beiträge macht die Lektüre zum Muss und Genuss.

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-357>

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-202717>

Edited Scientific Work

Published Version



The following work is licensed under a Creative Commons: Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0) License.

Originally published at:

Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern: 7. Tagung zu Private Equity: Tagungsband 2020.

Edited by: Gericke, Dieter (2021). Zürich: EIZ Publishing.

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-357>



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:
Dieter Gericke

Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern

7. Tagung zu Private Equity
Tagungsband 2020



Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:
Dieter Gericke

Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern

7. Tagung Private Equity
Tagungsband 2020

EIZ  Publishing



Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern von Dieter Gericke wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2021 – CC BY-NC-ND (Werk), CC-BY-SA (Text)

Herausgeber: Dieter Gericke – Europa Institut an der Universität Zürich

Verlag: EIZ Publishing

Produktion & Vertrieb: buch & netz (<https://buchundnetz.com>)

Cover: buch & netz

ISBN:

978-3-03805-357-6 (Print – Softcover)

978-3-03805-386-6 (PDF)

978-3-03805-387-3 (ePub)

978-3-03805-388-0 (mobi/Kindle)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-357>

Version: 0.87-20210322

Dieses Werk ist als buch & netz Online-Buch und als eBook in verschiedenen Formaten sowie als gedrucktes Buch verfügbar. Weitere Informationen finden Sie unter der URL:

<https://buchundnetz.com/werke/venture-capital-reinvented-markt-recht-steuern/>.

Vorwort

Nach einer blühenden Anfangsphase galt Venture Capital lange als langweilige, „kleine“ Form des PE-Investments. Zahlreiche „Unicorns“, auch in der Schweiz, technologische, rechtliche und steuerliche Entwicklungen sowie der globale Wettbewerb führten dazu, dass Venture Capital und die Förderung von Unternehmertum heute wieder «in» sind und auch politische Agenden prägen. Entsprechend haben sich auch die Themen und Instrumente gewandelt. Die aktuellsten Entwicklungen standen im Fokus der 7. Tagung des Europa Institut an der Universität Zürich.

Zu den behandelten und lebendig diskutierten Themen, welche auch diesen Tagungsband prägen, gehörten neue Investitionsformen wie Tokens oder KISS Loans, Technologietransfer von Universitäten, der Spagat zwischen Wachstum und Insolvenz, Corporate Governance Fragen wie auch neuste steuerliche Entwicklungen bei Incentive-Strukturen.

Die Tagung vom 30. Januar 2020 bleibt auch aus anderen Gründen in besonderer Erinnerung. Es war eine der allerletzten Veranstaltungen, die in voller Präsenz und ohne Einschränkungen durchgeführt werden konnten. Kurz danach fiel der Covid-19-Vorhang und die entspannten Gespräche und das kollegiale Zusammensein an der Tagung, beim Mittagessen, Apéro und Abendessen halten bis heute freudig und tröstlich nach. Das waren noch Zeiten.

Leider führten die Covid-Wirren auch zu einer Verzögerung zwischen Tagung und dieser Publikation. Umso dringender ist jetzt zur Lektüre der spannenden, hochaktuellen Beiträge geraten.

Ich danke allen Referenten und Autoren und, einmal mehr, dem Team des Europa Instituts, allen voran Prof. Andreas Kellerhals als Direktor und Sue Osterwalder, für die jahrelange Unterstützung sowie die Organisation dieses wunderbaren Anlasses und dem Metropol für die Gastfreundschaft.

Zürich, im März 2021

Dieter Gericke

Inhaltsübersicht

<u>Von der Forschung zum Venture: Technologietransfer durch öffentliche Forschungseinrichtungen</u>	9
<i>MARTIN FREY, Fürsprecher, LL.M., dipl. Steuerexperte, Partner bei Baker & McKenzie, Zürich</i>	
<i>Dr. iur. JULIA SCHIEBER, Rechtsanwältin, Baker & McKenzie, Zürich</i>	
<u>Ausgewählte Fragen zur Corporate Governance in Venture Capital-Unternehmen</u>	31
<i>Dr. iur. OLIVER TRIEBOLD, Rechtsanwalt, M.C.J., Partner bei Schellenberg Wittmer, Zürich</i>	
<u>KISS und SAFE: Neue Strukturen für Venture Investments</u>	71
<i>Dr. iur. DIETER GERICKE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger, Zürich</i>	
<i>lic. iur. MARGRIT MARTI, Rechtsanwältin, LL.M., Homburger, Zürich</i>	
<u>Der Verwaltungsrat in Konkursnähe: unter besonderer Berücksichtigung von Start-ups</u>	127
<i>Dr. iur. CHRISTIAN WENGER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Wenger & Vieli, Zürich</i>	
<i>Dr. iur. DANIEL OEHRI, Rechtsanwalt, LL.M., Wenger & Vieli, Zürich</i>	
<u>Incentive-Strukturen aus Steuersicht</u>	167
<i>Dr. iur. RETO HEUBERGER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger, Zürich</i>	
<u>Tokenisierung von Effekten für Private Equity und Private Debt</u>	193
<i>Dr. iur. et lic. rer. pol. LUKAS MORSCHER, Rechtsanwalt, Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich</i>	
<i>LUKAS STAUB, M.A. HSG, Rechtsanwalt bei Lenz & Staehelin, Zürich</i>	

Von der Forschung zum Venture: Technologietransfer durch öffentliche Forschungseinrichtungen

Martin Frey/Julia Schieber

Inhalt

I.	Technologietransfer – eine Standortbestimmung	10
1.	Akteure des Technologietransfers	10
2.	Rechtlicher Rahmen	12
3.	Arten des Technologietransfers	13
II.	Technologietransfer durch Ausgründungen	13
1.	Rechte an Forschungsergebnissen	14
2.	Beteiligung der Hochschule	18
III.	Technologietransfer durch Forschungs- und Entwicklungskooperation und Lizenzierung	19
1.	Forschungs- und Entwicklungszusammenarbeit	20
a)	Rechtliche Einordnung	20
b)	Immaterialgüterrechte	21
c)	Publikationen	23
2.	Lizensierung von Forschungsergebnissen	24
a)	Gegenstand der Lizenz	24
b)	Vergütung	26
c)	Exklusivität und wettbewerbsbeschränkende Klauseln	26
d)	Gewährleistungen und Haftung	27
IV.	Fazit	28
	Literaturverzeichnis	28

I. Technologietransfer – eine Standortbestimmung

Eine allgemein anerkannte Definition des Technologietransfers existiert nicht. Die Organisation der Vereinten Nationen für industrielle Entwicklung (United Nations Industrial Development Organization, UNIDO) definiert Technologietransfer als

„the mechanism by which the accumulated knowledge developed by a specific entity is transferred wholly or partially to another one to allow the receiver to benefit from such knowledge“.¹

Mit anderen Worten bezeichnet Technologietransfer demnach die Weitergabe und Verwertung von technologischem Wissen an bzw. durch einen Dritten. Bei diesem technologischen Wissen kann es sich sowohl um Immaterialgüterrechte (insbesondere Patente und Urheberrechte) als auch um Know-how handeln.

Eine Studie der Konjunkturforschungsstelle aus dem Jahr 2018 zeigt, dass die Relevanz des Technologietransfers für die Schweizer Wirtschaft im letzten Jahrzehnt erheblich zugenommen hat. Während im Jahr 2005 knapp die Hälfte der grossen Unternehmen mit mehr als 250 Beschäftigten angaben, an Technologietransferaktivitäten beteiligt zu sein, erhöhte sich dieser Anteil bis zum Jahr 2018 auf über zwei Drittel. Dabei verzeichneten sowohl die Unternehmen des Hightech-Sektors (z.B. Chemie, Pharma, Elektrotechnik, Medizinaltechnik, Uhren und Fahrzeuge) als auch des Lowtech-Sektors (z.B. Nahrungsmittel/Genussmittel, Textil/Bekleidung, Kunststoffe, Metallherstellung und Metallzeugnisse) eine Zunahme der Technologietransferaktivitäten.²

1. Akteure des Technologietransfers

Technologietransfer findet in den unterschiedlichsten Szenarien statt, z.B. zwischen einer Forschungseinrichtung und einem Unternehmen, zwischen voneinander unabhängigen Unternehmen oder innerhalb einer Unternehmensgruppe.

Erfolgt der Technologietransfer durch eine öffentliche Forschungseinrichtung sind mehrere Akteure beteiligt: (i) die öffentliche Forschungseinrichtung; (ii) der Forscher, der die Forschungsergebnisse generiert hat, wobei hier Professoren, wissenschaftliche Mitarbeiter, Doktoranden oder Studenten in Be-

¹ UNIDO, Technology Transfer Operations, 13.

² SBFI, Forschung und Innovation in der Schweiz 2020, 250.

tracht kommen; (iii) die Technologietransferstelle der Forschungseinrichtung; sowie (iv) das Unternehmen, das von den Forschungsergebnissen profitieren möchte.

In der Schweiz erfolgt Technologietransfer insbesondere durch die Eidgenössischen Technischen Hochschulen und andere Forschungsinstitutionen des ETH-Bereichs (ETH Zürich, EPF Lausanne, PSI, WSL, Empa und Eawag), die kantonalen Fachhochschulen und die kantonalen Universitäten.³

Auf Seiten der Hochschulen kommt den Technologietransferstellen eine zentrale Rolle zu, da diese den Technologietransfer für die Hochschule managen. Die Technologietransferstellen finden ihr Vorbild in den USA. Dort gründeten infolge des sog. Bayh-Dole Act⁴ viele Universitäten Technologietransferstellen mit dem Ziel, ihre Forschungsergebnisse effizienter zu verwerten.⁵ In der Schweiz haben heute die meisten Hochschulen eine Technologietransferstelle, z.B. ETH transfer, EPFL Technology Transfer Office oder Unitectra AG, die den Technologietransfer für die Universitäten Basel, Bern und Zürich managt.⁶ Organisiert sind die Technologietransferstellen in der Schweiz entweder als interne Verwaltungseinheit der Universität oder als Gesellschaft mit eigenständiger Rechtspersönlichkeit. So handelt es sich bei der ETH transfer um eine interne Stabstelle, die direkt der Schulleitung untersteht.⁷ Die Unitectra AG wiederum ist als nicht-gewinnorientierte Aktiengesellschaft organisiert, die zu hundert Prozent im Eigentum der Universitäten Basel, Bern und Zürich steht.

Die Aufgaben der Technologietransferstellen lassen sich grob in drei Bereiche unterteilen: (i) die Unterstützung der Hochschulangehörigen bei der Forschungs- und Entwicklungszusammenarbeit mit Dritten, insb. Industrie-Partnern, (ii) die Verwertung der Forschungsergebnisse, z.B. durch Lizenzverträge, und (iii) die Unterstützung von Ausgründungen aus der Hochschule.⁸

³ Im Rahmen einer Studie der Konjunkturforschungsstelle aus dem Jahr 2018 waren die ETH-Institutionen und kantonalen Fachhochschulen mit ca. 65% die von den befragten Unternehmen am häufigsten angegebenen Technologietransfer-Partner, vgl. SBFI, Forschung und Innovation in der Schweiz 2020, 252.

⁴ Ausführlich zum sog. Bayh-Dole Act, vgl. z.B. WÜNDISCH/HOFFMANN, 789 ff.

⁵ SACHWITZ, 139 ff.; MCSHERRY, 146 ff.

⁶ VOCK, 189 ff.

⁷ BONACCIO/GREINER, 31 (34).

⁸ BONACCIO/GREINER, 31 (34).

2. Rechtlicher Rahmen

Den rechtlichen Rahmen für den Technologietransfer durch öffentliche Forschungseinrichtungen bilden zum einen die allgemeinen Gesetze, insbesondere die immaterialgüterrechtlichen Vorschriften, zum anderen finden die auf die jeweilige öffentliche Forschungseinrichtung anwendbaren spezifischen öffentlich-rechtlichen Vorschriften des Bundes und der Kantone als *leges speciales* Anwendung.

Für den ETH-Bereich sind dies das ETH-Gesetz⁹, die Verordnung ETH-Bereich¹⁰ sowie die auf dieser Grundlage erlassenen Verordnungen des ETH-Rates und die Richtlinien und Weisungen der Schulleitung, beispielsweise die Immaterialgüterverordnung¹¹, die Verwertungsrichtlinien¹² oder die Spin-off-Richtlinien.¹³ Die Zweckbestimmungsklausel des Art. 2 ETH-Gesetz verpflichtet die Institutionen des ETH-Bereichs dabei neben der Forschung und Lehre ausdrücklich auch zur Verwertung von Forschungsergebnissen und damit zum Technologietransfer.¹⁴

Für die kantonalen Universitäten und die kantonalen Fachhochschulen geben die jeweiligen kantonalen Universitäts- und Fachhochschulgesetze und die anwendbaren Ausführungsvorschriften den rechtlichen Rahmen vor.¹⁵

Dabei enthalten alle bundesrechtlichen und kantonalen Vorschriften Mindestregelungen für den Bereich des Technologietransfers, insbesondere hinsichtlich der Fragen, wem das Eigentum an Forschungsergebnissen zustehen und wie die beteiligten Forscher an der Verwertung zu beteiligen sind.¹⁶

⁹ Bundesgesetz über die Eidgenössischen Technischen Hochschulen (ETH-Gesetz) vom 4. Oktober 1991 (SR 414.110).

¹⁰ Verordnung über den Bereich der Eidgenössischen Technischen Hochschulen (Verordnung ETH-Bereich) vom 19. November 2003 (SR 414.110.3).

¹¹ Verordnung des ETH-Rates über die Immaterialgüter im ETH-Bereich (IGBV-ETH) vom 9. Juli 2014 (SR 414.172).

¹² Richtlinien für die wirtschaftliche Verwertung von Forschungsergebnissen an der ETH Zürich (Verwertungsrichtlinien) vom 1. Mai 2014 (RSETHZ 440.4).

¹³ Richtlinien für die Ausgründung von Unternehmen an der ETH Zürich (Spin-off-Richtlinien) vom 1. Dezember 2019 (RSETHZ 440.5).

¹⁴ Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. f ETH-Gesetz.

¹⁵ Beispielsweise Gesetz über die Universität Zürich vom 15. März 1998 (UniG ZH, LS 415.11); Fachhochschulgesetz (Kanton Zürich) vom 2. April 2007 (FaHG ZH, LS 414.10).

¹⁶ Vgl. Ziff. II 1.

3. Arten des Technologietransfers

Technologietransfer kann auf ganz unterschiedliche Arten erfolgen: durch Forschungs- und Entwicklungszusammenarbeit zwischen Forschungseinrichtung und Industrie-Partner, durch Auslizensierung von Forschungsergebnissen an ein Unternehmen oder durch Ausgründungen. Daneben besteht eine ganze Reihe weiterer Arten des Technologie-Transfers, z.B. über Beraterverträge, Publikationen, Seminare und andere Arten des informellen Kontakts, die in der Praxis ebenfalls von erheblicher Bedeutung sind.¹⁷

II. Technologietransfer durch Ausgründungen

In der Praxis nimmt die Bedeutung von Ausgründungen aus Hochschulen stark zu. Vorbild sind hier die USA, insb. die Stanford University, die mit Google das wohl bekannteste und erfolgreichste Spin-off für sich beanspruchen kann.¹⁸

Für die Schweiz zeigen die von der ETH Zürich veröffentlichten Zahlen anschaulich die zunehmende praktische Bedeutung: Seit 1996 wurden 437 Spin-offs der ETH Zürich gegründet. Während in den Nullerjahren im Durchschnitt 15 Spin-offs im Jahr gegründet wurden, waren dies in den Zehnerjahren durchschnittlich bereits 24 pro Jahr.¹⁹ 2019 war ein besonders erfolgreiches Jahr für die ETH Zürich: Es wurden 30 neue Spin-offs gegründet und ca. 630 Millionen Schweizer Franken in ETH-Spin-offs investiert. Zudem erreichte die GetYourGuide AG als erste ETH-Ausgründung den Status eines sog. Unicorns.²⁰ Dass die Hochschul-Ausgründungen auch im Praxisstresstest erfolgreich sind, zeigen die Zahlen von ETH Zürich und EPFL: 90% der Ausgründungen überleben die ersten fünf Jahre nach Gründung.²¹

Der Begriff „Ausgründung“ (engl. *spin-off*) ist kein *Terminus technicus* und wird in der Praxis uneinheitlich verwendet.²² In der rechtswissenschaftlichen Literatur wird die Ausgründung zum Teil definiert als „die Neugründung eines

¹⁷ Vgl. SBFI, Forschung und Innovation in der Schweiz 2020, 250 f.

¹⁸ LEBRET, 2.

¹⁹ Ausführliche Informationen und Zahlen hierzu sind über die Webseite der ETH Zürich verfügbar, z.B. Medienmitteilung vom 6. Januar 2020, <<https://ethz.ch/de/news-und-veranstaltungen/eth-news/news/2020/01/mm-spin-off-bilanz-2020.html>>.

²⁰ Vgl. FRITZSCHE, ETH, NZZ 2019; Medienmitteilung der ETH, Zürich vom 17. Mai 2019, Das erste ETH-„Unicorn“ galoppiert, <<https://ethz.ch/de/news-und-veranstaltungen/eth-news/news/2019/05/get-your-guide.html>>.

²¹ Vgl. Medienmitteilung der EPFL vom 16. Juni 2017, <<https://actu.epfl.ch/news/epfl-spin-offs-flourish-in-a-finely-tuned-ecosys-2/>>.

²² DJOKOVIC/SOUTARIS, 225 ff.

*Unternehmens, das geistiges Eigentum oder Know-how einer Forschungseinrichtung unter Abschluss einer formalen Vereinbarung verwertet und von akademischen Mitarbeitern der Forschungseinrichtung durchgeführt wird“.*²³ Einigkeit besteht insofern als es sich gesellschaftsrechtlich um eine Neugründung handelt. Das Gründerteam wird in aller Regel bis zu diesem Zeitpunkt als einfache Gesellschaft i.S.v. Art. 530 ff. OR organisiert sein. Da das Fusionsgesetz die Umwandlung einer einfachen Gesellschaft in eine Kapitalgesellschaft nicht vorsieht, kommt lediglich eine Neugründung in Betracht.

In der rechtlichen Beratung sind nicht nur die privatrechtlichen Vorschriften, insbesondere Gesellschaftsrecht, Immaterialgüterrecht und Arbeitsrecht, zu beachten, sondern auch die anwendbaren öffentlich-rechtlichen Vorschriften. Zentrale rechtliche Herausforderungen sind dabei die Fragen, wem die Verwertungsrechte an den Forschungsergebnissen zustehen, wie mit potenziellen Interessenkonflikten umzugehen ist und die direkte Beteiligung von Hochschulen an Ausgründungen.

1. Rechte an Forschungsergebnissen

Motor für die rechtliche Entwicklung bezüglich Hochschulerfindungen in der Schweiz und in anderen Industrienationen, wie z.B. Deutschland und Japan, war das Inkrafttreten des sog. Bayh-Dole Act in den USA im Jahr 1980.²⁴ Dieser sieht vor, dass die Hochschulen, Forschungsergebnisse, die unter Verwendung von Bundesmitteln entstanden sind, selbst verwerten dürfen – zuvor lag dieses Recht bei der U.S. Bundesregierung, die in der Regel nur einfache Lizenzen vergab, sodass sowohl den Universitäten als auch den Unternehmen der Anreiz fehlte, diese Hochschulerfindungen zu verwerten bzw. in diese Erfindungen zu investieren oder sie weiterzuentwickeln.²⁵ Der Bayh-Dole Act beflügel-

²³ Vgl. RASMUSSEN-BONNE, Handbuch, Rz 166. Die ETH Zürich definiert in ihren Spin-off-Richtlinien vom 1. Dezember 2019 die synonym verwendeten Begriffe „Spin-off-Unternehmen der ETH Zürich“ und „Ausgründung“ als „eine rechtlich eigenständige, von der ETH Zürich unabhängige Personen- oder Kapital-Gesellschaft, welche die Spin-off-Kriterien gemäss Art. 4.1 erfüllt und welcher die ETH Zürich das Label „Ein Spin-off-Unternehmen der ETH Zürich“ gemäss Art. 5 vergeben hat“, vgl. Art. 2 Spin-off-Richtlinien (RSETHZ 440.5).

²⁴ Vgl. hierzu Urteil des Bundespatengerichts vom 28. März 2012, O2012_010, E. 8.1, sowie zum Baye-Dole-Act allgemein, z.B. WÜNDISCH/HOFFMANN, 789–799 m.w.N. In Deutschland wurde in der Folge das sog. Hochschullehrerprivileg abgeschafft, SELLNICK, Die Neuregelung, NVwZ 2002, 1340 ff.; von FALCK/SCHMALTZ, 469 ff.

²⁵ VON FALCK/SCHMALTZ, 469 (473).

te den Technologietransfer in den USA ungemein²⁶ und bildet nach wie vor den rechtlichen Rahmen für Erwerbs- und Lizenzverträge zwischen Schweizer Unternehmen und in den USA ansässigen Forschungseinrichtungen und Universitäten.

In der Schweiz galt zunächst mangels spezifischer Rechtsgrundlage das immaterialgüterrechtliche Schöpferprinzip: Professoren oder sonstigen Angestellten der Hochschule, die im Rahmen ihrer Forschungstätigkeit an der Universität eine Erfindung gemacht hatten, standen die Rechte an dieser Erfindung mangels spezialgesetzlicher Regelungen gemäss den allgemeinen patentrechtlichen Vorschriften zu;²⁷ Art. 332 OR fand nach der Rechtsprechung des Bundespatentgerichts und vorherrschender Meinung in der Literatur keine Anwendung auf das öffentlich-rechtliche Dienstverhältnis zwischen Hochschule und Professor bzw. sonstigen Angestellten der Hochschule.²⁸ In den 1990er Jahren wurden dann auf Bundes- und kantonaler Ebene spezifische Regelungen für das öffentlich-rechtliche Dienstverhältnis an Hochschulen eingeführt.²⁹ Heute sehen die anwendbaren Hochschulgesetze vor, dass Erfindungen, die von Mitarbeitern in Ausübung ihrer dienstlichen Tätigkeit gemacht werden, im Eigentum der entsprechenden Hochschule stehen und von dieser verwertet werden dürfen, wobei der jeweilige Forscher angemessen am Verwertungsgewinn zu beteiligen ist (vgl. z.B. Art. 36 Abs. 1 und 3 ETH-Gesetz; §12 a Abs. 1 UniG ZH). Dies gilt in der Regel auch für andere Immaterialgüterrechte als Erfindungen mit Ausnahme von Urheberrechten. Für Urheberrechte bestehen Sonderregelungen, wobei die ausschliesslichen Verwertungsbe fugnisse für Computerprogramme, die von Hochschulangehörigen im Rahmen ihrer dienstlichen Tätigkeit geschaffen werden, in der Regel ebenfalls bei der Hochschule liegen.³⁰ Zu beachten ist, dass nur Personen, die in einem öffentlich-rechtlichen Dienstverhältnis stehen, in den personellen Anwendungsbe-

²⁶ „Possibly the most inspired piece of legislation to be enacted in America over the past half-century“, *The Economist* v. 2 December 2002: Innovation's golden goose.

²⁷ Art. 3 Abs. 1 PatG.

²⁸ Urteil des Bundespatengerichts vom 28. März 2012, O2012_010, E. 8.1; LUTZ/STAEHELIN, 219–232.

²⁹ LUTZ/STAEHELIN, 223 ff.

³⁰ Vgl. z.B. Art. 36 Abs. 2 ETH-Gesetz; § 12 a Abs. 2 UniG ZH; § 15 a Abs. 1 Satz 2 der Ordnung über Nebentätigkeiten, Vereinbarungen mit Dritten und die Verwertung von geistigem Eigentum im Rahmen der universitären Tätigkeit vom 18. August 2004 (SG 441.200). Das Fachhochschulgesetz für den Kanton Zürich sieht vor, dass die ausschliesslichen Verwertungsbe fugnisse für alle Urheberrechte bei den Hochschulen liegen, vgl. § 16 Abs. 1 lit. b FaHG ZH.

reich dieser Regelungen fallen.³¹ Immaterialgüterrechte, die von anderen Personen, insb. Studenten, geschaffen werden, fallen den Hochschulen nur zu, wenn eine Abtretungsvereinbarung mit der Hochschule unterzeichnet wurde.

Ist geklärt, wem die Eigentums- bzw. Verwertungsrechte an den Forschungsergebnissen zustehen, stellt sich die Frage, wie die Rechte in das neu gegründete Spin-off eingebracht werden. Stehen die Forschungsergebnisse im Eigentum der Gründer, erfolgt diese Einbringung in der Regel im Rahmen einer Sacheinlage.³²

Stehen die Forschungsergebnisse im Eigentum der Hochschule, kommen zwei Möglichkeiten für die Einbringung dieser Rechte in das Spin-off in Betracht: entweder eine Lizenzierung oder eine Übertragung der Rechte als Einlage mit oder ohne Ausgabe von Aktien. Die Hochschulen präferieren in aller Regel klar die Lizenzierung. Dies hat verschiedene Gründe. Zum einen haben die Hochschulen bei einer Lizenzierung bessere Steuerungsmöglichkeiten, um sicherzustellen, dass die Forschungsergebnisse – im Einklang mit dem gesetzlichen Auftrag der Hochschulen³³ – der Gesellschaft möglichst breit zugutekommen. So können sie die Lizenz z.B. auf ein bestimmtes Feld beschränken und die Technologie in anderen Feldern an andere Lizenznehmer lizenzieren. Zudem kann die Hochschule die Lizenz mit Entwicklungs- und Kommerzialisierungsverpflichtungen (sog. „diligence obligations“) oder spezifischen Meilensteinen verknüpfen und Kündigungsrechte oder andere Sanktionsmechanismen für den Fall vorsehen, dass die „diligence obligations“ nicht erfüllt bzw. Meilensteine nicht erreicht werden. Zum anderen hat ein Spin-off häufig auch nicht die finanziellen Möglichkeiten, um eine Technologie zu erwerben. Hier bietet sich ebenfalls eine Lizenz an, da die Zahlungen über den kompletten Lebenszyklus des lizenzierten Patents oder Produkts gestaffelt werden können, z.B. mit einer geringeren Vorauszahlung (sog. „upfront payment“) und weiteren Zahlungen beim Erreichen von Meilensteinen.³⁴ Und schliesslich kann mit einer Lizenz und vertraglichen Kündigungsregelungen für den Fall des Konkurses auch der Konkurs-Gefahr besser begegnet werden.³⁵ Die Gründer präferieren in der Regel – auch im Hinblick auf zukünftige Investoren oder einen potenziellen Exit – eine Eigentumsübertragung an den Forschungsergebnis-

³¹ Siehe z.B. Art. 36 Abs. 1 und 2 i.V.m. Art. 17 ETH-Gesetz.

³² Siehe zu den Anforderungen Art. 634 OR.

³³ Vgl. z.B. § 2 Abs. 1 UniG ZH: „Die Universität leistet wissenschaftliche Arbeit in Forschung und Lehre im Interesse der Allgemeinheit“ (Hervorhebung durch Verf.).

³⁴ RASMUSSEN-BONNE, Ausgründungen, 253 (256).

³⁵ Vgl. hierzu auch BONACCIO/GREINER, 31 (47 f.).

sen. Allerdings scheitert dies in der Regel an der Bereitschaft der Hochschule und/oder ausreichend liquiden Mitteln des Spin-offs. Gangbarer Weg ist daher in der Regel die Einräumung einer ausschliesslichen Lizenz.

Zudem kann es bei Ausgründungen aus Hochschulen auch zu Interessenkonflikten kommen. Interessenkonflikte können sich insbesondere dann ergeben, wenn sich ein Professor oder sonstiger Angestellter der Hochschule (direkt oder indirekt) mit privaten Mitteln an der Ausgründung beteiligt oder eine operative Rolle oder ein Verwaltungsratsmandat im Spin-off Unternehmen übernimmt. In solchen Situationen ist besonders darauf zu achten, dass Immaterialgüterrechte der Hochschule dem Spin-off Unternehmen nur im Rahmen einer vertraglichen Regelung mit angemessener Gegenleistung zur Verfügung gestellt werden (insb. auf Grundlage eines Lizenzvertrages) und öffentliche Gelder und andere Ressourcen (Infrastruktur, Materialien, Personal) nicht zweckentfremdet werden. So sehen z.B. die sog. Spin-off-Richtlinien der ETH Zürich vor, dass zwar bei der Ausgestaltung der Lizenzkonditionen der negative freie Kapitalfluss des Spin-off Unternehmens berücksichtigt werden kann, insgesamt müssen die Konditionen jedoch marktüblich sein.³⁶

Die Hochschulen haben zum Teil spezifische Regelungen zum Umgang mit Interessenkonflikten. So sieht etwa die ETH Zürich vor, dass sich ein Professor mit privaten Mitteln bis max. 20 Prozent an einem Spin-off Unternehmen beteiligen darf.³⁷ Sind bei der Gründung mehrere Professoren beteiligt, ist die gesamte Beteiligung aller Professoren bei der Gründung auf maximal 30 Prozent zu beschränken.³⁸ Interessenkonflikte sind gegenüber dem Vizepräsidenten für Forschung und Wirtschaftsbeziehungen offenzulegen.³⁹ Die Übernahme eines Verwaltungsratspräsidiums oder einer Geschäftsleitungsfunktion in einem Spin-off ist auf dessen Gründungsphase (in der Regel drei Jahre) zu beschränken und muss vom Präsidenten oder der Präsidentin der ETH bewilligt

³⁶ Ziff. 7 Spin-off-Richtlinien.

³⁷ Ziff. 6 Spin-off-Richtlinien.

³⁸ Ziff. 6 Spin-off-Richtlinien.

³⁹ Art. 6 Abs. 1 der Richtlinien betreffend Nebenbeschäftigung von Professorinnen und Professoren der ETH Zürich vom 12. Februar 2008, Richtlinien betreffend Nebenbeschäftigung ETH ZH, (RSETHZ 501.2).

werden.⁴⁰ Eine Nutzung von Räumen, Geräten und immateriellen Gütern der ETH Zürich durch ein Spin-off Unternehmen bedarf einer vertraglichen Regelung mit dem Vizepräsidenten für Forschung und Wirtschaftsbeziehungen.⁴¹

2. Beteiligung der Hochschule

Schliesslich gibt es auch Fälle, in denen sich die Hochschule direkt an der Ausgründung beteiligt. Explizit sieht beispielsweise Art. 3a ETH-Gesetz die Möglichkeit der Zusammenarbeit mit Dritten durch Beteiligung vor.⁴² Prominentes Beispiel hierfür ist die Cutiss AG, die sich auf automatisierte, personalisierte Hautgewebe-Therapien spezialisiert hat. Eine von der Uni Zürich initiierte Stiftung – die UZH Foundation – hat sich zum Ziel gesetzt, über den zusammen mit der Novartis Venture Fund geschaffenen UZH Life Sciences Fund direkt in ausgesuchte UZH Spin-offs zu investieren.⁴³ Im Fall von Cutiss wurden die Mittel in Form eines Darlehens zur Verfügung gestellt, das entweder in Geld zurückzahlbar ist oder in Aktien umgewandelt werden kann.⁴⁴

Auch bei Beteiligungen durch Hochschulen gilt es die öffentlich-rechtlichen Sondervorschriften zu beachten. So sehen die Beteiligungsweisungen ETH-Bereich etwa vor, dass die Beteiligungen an Spin-off Unternehmen weder 49 Prozent des Eigenkapitals noch 49 Prozent der Stimmen übersteigen. Zudem sollen die Beteiligungen nicht auf Dauer angelegt sein und sind zu veräussern, wenn (i) es die finanzielle Lages des Unternehmens erlaubt und der Zeitpunkt für eine Veräusserung für die ETH der Forschungsanstalt günstig ist oder (ii) die Unternehmenssituation dies erfordert.⁴⁵

⁴⁰ Art. 6 Abs. 3 der Richtlinien betreffend Nebenbeschäftigung ETH ZH; Art. 6 Abs. 3 der Verordnung des ETH-Rates über die Professorinnen und Professoren der Eidgenössischen Technischen Hochschulen (Professoren-Verordnung ETH; SR 172.220.113.40).

⁴¹ Art. 6 Abs. 2 der Richtlinien betreffend Nebenbeschäftigung ETH ZH. Für einen Überblick über den Umgang mit Interessenkonflikte an der ETH Zürich, siehe Ziff. 6 Spin-off-Richtlinien.

⁴² Art. 3a ETH-Gesetz: „Die ETH und die Forschungsanstalten können im Rahmen der strategischen Ziele des Bundesrates für den ETH-Bereich und der Weisungen des ETH-Rates zur Erfüllung ihrer Aufgaben Gesellschaften gründen, sich an solchen beteiligen oder auf andere Art mit Dritten zusammenarbeiten“.

⁴³ Medienmitteilung der Universität Zürich vom 30. August 2017, <https://www.media.uzh.ch/de/_medienmitteilungen/2017/UZH-Life-Sciences-Fund-investiert-in-erstes-Spin-off.html>.

⁴⁴ BERNET, NZZ 2017.

⁴⁵ Art. 7 der Weisungen des ETH-Rates über die Beteiligungen an Unternehmungen im ETH-Bereich (Beteiligungsweisungen ETH-Bereich) vom 9. Juli 2014 (RSETHZ 440).

Eine Beteiligung kann auf verschiedene Arten erfolgen: Sie kann durch eine Barliberierung zum Nominalwert erfolgen oder, was in der Praxis häufiger der Fall ist, durch eine Sacheinlage. So sehen die Beteiligungsweisungen ETH-Bereich vor, dass für Beteiligungen an Spin-off Unternehmen grundsätzlich Immaterial- und Sachgüter einzusetzen sind.⁴⁶ In begründeten Ausnahmefällen, insbesondere bei Vorliegen eines strategischen Interesses, können mit Zustimmung der Schulleitung oder Direktion auch nicht zweckgebundene Bar-mittel eingesetzt werden.⁴⁷ Sofern es sich bei diesen Einlagen um à-fonds-perdu Beiträge handelt, ist dies (die steuerliche Behandlung ausser Acht gelassen) unproblematisch. Eine Sacheinlage kann beispielsweise so ausgestaltet werden, dass im Rahmen der Lizenzierung der Forschungsergebnisse an das Spin-off ein Teil der Gegenleistung (z.B. Upfront Payment oder Ersatz der Kosten für Patentanmeldungen) erlassen werden. In diesem Zusammenhang stellt sich regelmässig das Problem der Bewertung und Aktivierbarkeit der eingebrachten Aktiven.⁴⁸ Das gilt insbesondere dann, wenn neben Patenten auch Know-how lizenziert wird.⁴⁹

Schliesslich muss der öffentlich-rechtlichen Sonderstellung der Hochschule in Aktionärsbindungsverträgen und Beteiligungsverträgen Rechnung getragen werden. Problematisch sind hier z.B. Garantien und Freistellungsvereinbarungen zugunsten neuer Investoren, die von den Universitäten in der Regel nicht akzeptiert werden können. Gleiches gilt für Wettbewerbsverbote, welche die Hochschulen aufgrund der gesetzlich verankerten Forschungsfreiheit nicht akzeptieren können.⁵⁰

III. Technologietransfer durch Forschungs- und Entwicklungskooperation und Lizenzierung

Weitere in der Praxis bedeutsame Formen des Technologietransfers sind Forschungs- und Entwicklungsverträge sowie Lizenzverträge zwischen öffentlichen Forschungseinrichtungen und Unternehmen. Dabei sind in der Praxis eine Reihe von Besonderheiten zu beachten, die sich aus der Stellung von öffentlichen Forschungseinrichtungen als Anstalten des öffentlichen Rechts mit öffentlichem Zweck und öffentlichen Aufgaben ergeben.

⁴⁶ Art. 8 Abs. 2 Beteiligungsweisungen ETH-Bereich.

⁴⁷ Art. 8 Abs. 2 Beteiligungsweisungen ETH-Bereich (Fn. 45); siehe ferner Ziff. 11 der Spin-off Richtlinien (Fn. 13).

⁴⁸ Siehe Art. 628 Abs. 1 OR.

⁴⁹ DIETSCHI, 104 f., m.w.N.

⁵⁰ Vgl. auch BONACCIO/GREINER, 31 (51).

Forschungs- und Entwicklungsverträge sowie Lizenzverträge sind auch für Spin-off Unternehmen von grosser praktischer Bedeutung, etwa wenn die Technologie, die das Spin-off Unternehmen verwerten soll, bei Gründung des Spin-off Unternehmens von der Forschungseinrichtung nicht eingebracht, sondern lediglich lizenziert wird oder wenn das Spin-off Unternehmen nach Gründung auf Ressourcen der Forschungseinrichtung angewiesen ist und daher ein Forschungs- und Entwicklungsvertrag abgeschlossen wird.

1. Forschungs- und Entwicklungszusammenarbeit

Im Rahmen von Forschungs- und Entwicklungsprojekten führen öffentliche Forschungseinrichtung und Unternehmen ein klar definiertes Forschungs- und Entwicklungsprojekt auf der Grundlage eines Forschungs- und Entwicklungsvertrages durch.⁵¹ Für Unternehmen ist die Forschungs- und Entwicklungskooperation nicht nur eine Möglichkeit, von der Innovationskraft der Hochschulen, sondern auch von öffentlicher Forschungsförderung zu profitieren.

a) *Rechtliche Einordnung*

Rechtlich handelt es sich je nach Ausgestaltung des Vertrages entweder um einen Auftrag oder um einen Werkvertrag, abhängig davon, ob lediglich die Erbringung einer bestimmten Tätigkeit oder ein bestimmtes Ergebnis geschuldet ist.⁵² In den meisten Fällen wird es sich jedoch um einen gemischten Vertrag mit werkvertraglichen und auftragsrechtlichen Elementen handeln.⁵³ Zudem kann zwischen den Parteien, unabhängig davon, ob dies den Parteien bewusst oder von diesen gewollt ist, eine einfache Gesellschaft entstehen, wenn ein gemeinsamer Zweck verfolgt wird,⁵⁴ z.B. wenn ein Forschungsprojekt durch eine öffentliche Stelle finanziell unterstützt wird und Hochschule und Unternehmen sich zu einem Konsortium zusammenschliessen.⁵⁵

In der Praxis ist die Frage, welche gesetzlichen Regelungen (direkt oder analog) Anwendung finden, zumeist von untergeordneter Bedeutung, da die zen-

⁵¹ Ausführlich hierzu EGLI, 993 ff.; SCHWEIZER/FESCH, 257 ff.; MÖFFERT; WINZER, speziell zu Forschungsverträgen mit Hochschulen, vgl. TAKEI, 429 ff.

⁵² Ausführlich hierzu: KOHLER, 74 ff.

⁵³ Vgl. z.B. Urteil des Bundesgerichts 4C.313/2004 vom 21. Januar 2005 E. 1.2.2 und 1.3. Häufig finden sich auch Elemente des Kaufvertrages oder der Schenkung, der Gebrauchsanleihe und des Lizenzvertrages in einem Forschungs- und Entwicklungsvertrag, vgl. SCHWEIZER/FESCH, Rz 0.4.

⁵⁴ KOHLER, 77 ff.

⁵⁵ TAKEI, 429 (431).

tralen Aspekte, namentlich vertragliche Pflichten, finanzielle Gegenleistung, Zuordnung von Forschungsergebnissen, Kündigung sowie Gewährleistung und Haftung, in aller Regel vertraglich geregelt werden. Allerdings wird diese Frage dann relevant, wenn eine Regelungslücke besteht und Gesetzesrecht ergänzend herangezogen werden muss⁵⁶ oder im Rahmen der Frage, ob zwingendes Gesetzesrecht Anwendung findet und ggf. eine vertragliche Regelung im Einzelfall verdrängt.⁵⁷

b) *Immaterialgüterrechte*

Für die öffentlichen Forschungseinrichtungen ist für die Frage der Strukturierung eines Vertrages, insbesondere für die Gestaltung der immaterialgüterrechtlichen Regelungen, zudem entscheidend, ob sie ein eigenes unmittelbares Forschungsinteresse an dem geplanten Forschungs- und Entwicklungsprojekt haben oder nur vorhandene Methoden und Wissen anwenden und davon ausgehen, dass das Projekt für die beteiligten Forscher keinen neuen Erkenntnisgewinn mit sich bringen wird. So grenzt die ETH Zürich in ihren Forschungsvertragsrichtlinien Forschungsverträge von Dienstleistungsverträgen ab. Während die ETH Zürich im Rahmen von Forschungsverträgen ein eigenes Forschungsinteresse verfolgt, haben letztere „die Erbringung einer klar definierten Tätigkeit (...) unter Anwendung vorhandener Methoden oder Wissen“ zum Gegenstand und die ETH Zürich würde „diese Arbeiten ohne Auftrag selbst nicht durchführen und hat kein unmittelbares Interesse, die spezifischen Resultate der Dienstleistung zu publizieren“.⁵⁸ Wichtig ist diese Abgrenzung nach den Verwertungsrichtlinien insbesondere für die Zuordnung der neu geschaffenen Immaterialgüterrechte (insb. Patente, Urheberrechte, Erfindungen und Know-how). Erbringt die ETH Zürich mangels eigenem unmittelbarem Interesse eine blosser Dienstleistung, werden die Resultate im Rahmen der Vertragsgestaltung dem Vertragspartner zugewiesen, mit Ausnahme von Verbesserungen der durch die ETH Zürich eingesetzten

⁵⁶ Zu der Frage, ob im Fall einer Regelungslücke Art. 400 Abs. 1 oder Art. 401 OR analog auf die Zuordnung von Forschungsergebnissen anzuwenden ist, siehe TAKEI, 429 (432).

⁵⁷ Unklar ist, ob Art. 404 OR direkt oder analog auf einen Forschungsvertrag Anwendung findet. Dies kommt regelmässig nur dann in Betracht, wenn der Vertrag seinem Inhalt nach ein für den Auftrag typisches Vertrauensverhältnis voraussetzt, vgl. SCHALLER, KuKo OR, Art. 404 Rz 4 ff. mit Übersicht über die bundesgerichtliche Rechtsprechung. Siehe zudem KOHLER, 73 (96). Zu Recht weisen Schweizer und Fesch darauf hin, dass selbst bei einer reinen Auftragsforschung das auftragsrechtliche Kündigungsrecht gem. Art. 404 Abs. 1 OR in der Regel nicht zweckmässig ist, vgl. SCHWEIZER/FESCH, Rz 0.4.

⁵⁸ Vgl. Richtlinien über Verträge im Bereich Forschung der ETH Zürich (Forschungsvertragsrichtlinien) Stand 1. Januar 2019 (RSETHZ 440.31), Ziff. 7.

Technologien oder Methoden.⁵⁹ Im Rahmen von Forschungs- und Entwicklungsverträgen ist regelmässig davon auszugehen, dass die Forschungseinrichtung ein eigenes Interesse an der Forschung hat und ihre Tätigkeit nicht auf die Erbringung einer blossen Dienstleistung reduziert wissen möchte. In der Praxis führt diese Einordnung (insbesondere deren Auswirkungen auf die vertragliche Zuordnung der Immaterialgüter) oftmals zu Diskussionen zwischen Hochschulen und Unternehmen, insbesondere dann, wenn das Forschungs- und Entwicklungsprojekt auf Initiative des Unternehmens erfolgt und von diesem finanziert wird.

Die Frage, wem die im Rahmen des Forschungs- und Entwicklungsprojekts entstehenden Immaterialgüter zugeordnet werden, steht regelmässig im Fokus der Vertragsverhandlungen. Dabei ist die Tendenz zu beobachten, dass Hochschulen immer weniger bereit sind, sich bereits mit Abschluss des Forschungs- und Entwicklungsvertrages zu einer Abtretung der Ergebnisse zu verpflichten bzw. diese im Rahmen einer Vorausverfügung zu übertragen.⁶⁰ Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass zum Zeitpunkt der Vertragsverhandlungen der Wert der zu schaffenden Immaterialgüter noch nicht klar ist und die Hochschule im Fall einer Abtretungsverpflichtung bzw. Vorausverfügung nicht mehr von der Verwertung der während der Laufzeit des Vertrages geschaffenen Immaterialgüter profitieren würde. In der Praxis sind die Fachhochschulen oftmals eher zur Übertragung von Immaterialgüterrechten bereit als die Institutionen des ETH-Bereichs und die Universitäten. Auch besteht auf Seiten der Hochschulen eher eine Bereitschaft Urheberrechte an einer Software zu übertragen, da es bei Software einfacher ist, die Rechte zu „umgehen“, indem eine leicht andere technische Lösung entwickelt wird, als dies bei Patenten der Fall ist.

In der Vertragsgestaltung besteht die Möglichkeit, die Resultate der Forschungs- und Entwicklungszusammenarbeit entweder einer Vertragspartei oder den Parteien gemeinschaftlich zuzuordnen. Eine solche gemeinschaftliche Zuordnung ist für die Parteien oftmals eine Rückzugposition, wenn sie sich nicht auf die Zuordnung an eine Partei einigen können.⁶¹ Hierbei ist zu beachten, dass nicht nur die gemeinsame Berechtigung vertraglich festgelegt sondern auch die Rechtsfolgen, die sich hieraus ergeben, vertraglich festgehalten werden sollten. Andernfalls drohen Rechtsunsicherheiten. Auf Erfin-

⁵⁹ Vgl. Ziff. 3.2 Forschungsvertragsrichtlinien (Fn. 58).

⁶⁰ BADER/GASSMANN, 9 (22); SMIELICK, Rz 149.

⁶¹ Zu den in der Praxis üblichen Verhandlungsparameter, siehe Takei, 429 (433); TAKEI nennt als relevante die Beteiligung am schöpferischen Akt, Finanzierung und übrige Ressourcen-Bereitstellung, Wert und Wahrscheinlichkeit neuer IP, Art und Gegenstand des Vertrages sowie Zeitdruck bzw. die Angst vor der Konkurrenz.

dungen finden die patentrechtlichen Regelungen Anwendung mit der Folge, dass eine Bruchteilsgemeinschaft entsteht (Art. 3 Abs. 2, Art. 33 Abs. 2 PatentG, Art. 646 ZGB)⁶² und die Miteigentümer ihre Rechte am Patent nur mit Zustimmung der anderen Partei ausüben können, wobei jedoch jede Partei über ihren Anteil selbstständig verfügen und Klage wegen Patentverletzung erheben kann (Art. 33 Abs. 2 PatG). In der Praxis bestehen jedoch nach wie vor offene Rechtsfragen hinsichtlich der Reichweite des in Art. 33 Abs. 2 PatG Zustimmungserfordernisses.⁶³ Zudem wird ein Patent in der Regel nicht nur national angemeldet werden, sondern in weiteren Jurisdiktionen, in denen ggf. andere Rechtsfolgen an die Miteigentümerschaft geknüpft sind, was zu einer Zersplitterung der gegenseitigen Rechte und Pflichten führen kann.

Die Hochschulen schlagen häufig eine Strukturierung vor, wonach der Vertragspartner als Gegenleistung für die Finanzierung des Projekts zunächst nur eine (übertragbare und sublizenzierbare) nicht-exklusive Lizenz an den Projektergebnissen und allen für die Ausübung der Projektergebnisse notwendigen Altschutzrechten der Hochschule erhält. Zudem erhält der Vertragspartner eine (einseitig ausübbar) Option, auf den Abschluss eines exklusiven Lizenzvertrages oder die Übertragung der Projektergebnisse gegen eine zusätzliche Vergütung (wobei die Konditionen zum Zeitpunkt des Vertragschlusses entweder bereits feststehen, z.B. Lizenzgebühr in bestimmter Höhe, oder bei Ausübung der Option in gutem Glauben und unter Zugrundelegung des Marktwerts zwischen den Parteien verhandelt werden müssen).⁶⁴

In jedem Fall behalten sich die Hochschulen das Recht vor, die Projektergebnisse zu (nicht-kommerziellen) Forschungs- und Lehrzwecken zu nutzen.

c) *Publikationen*

Für die öffentlichen Forschungseinrichtungen stehen neben der Zuordnung der Immaterialgüterrechte die Veröffentlichung der Projektergebnisse im Fokus bei Abschluss eines jeden Forschungs- und Entwicklungsvertrages. Die Veröffentlichung der Ergebnisse kann unter Umständen in einem Spannungsverhältnis zum Interesse des Unternehmens an einer Geheimhaltung der Ergebnisse liegen. Eine Geheimhaltung oder ein Vetorecht seitens des Unternehmens akzeptieren die öffentlichen Forschungseinrichtungen vor dem Hintergrund ihres gesetzlichen Forschungsauftrages in aller Regel nicht. In

⁶² Ausführlich hierzu m.w.N. MÜNCH/HERZOG, Rz 5.21 ff.; TAKEI, 429 (435), m.w.N. auch für die Mindermeinung zum Gesamteigentum.

⁶³ TAKEI, 429 (435), m.w.N.

⁶⁴ Zu „IP-Aufschlägen“ bei Exklusivrechten, vgl. z.B. Ziff. 5.2.2.2 Forschungsvertragsrichtlinien (Fn. 58).

der Praxis wird dieses Spannungsverhältnis daher in der Regel so aufgelöst, dass den öffentlichen Forschungseinrichtungen ein Publikationsrecht vertraglich zugesichert wird, dieses aber unter den Vorbehalt gestellt wird, dass die Forschungseinrichtungen auf Verlangen des Unternehmens erstens die Publikation für einen bestimmten Zeitraum aufschieben müssen, um dem Unternehmen die Möglichkeit zu geben, die Ergebnisse durch allfällige Patentanmeldungen zu sichern und zweitens vertrauliche Informationen des Unternehmens aus der Publikation vor der Veröffentlichung zu entfernen bzw. zu ersetzen sind.⁶⁵

2. Lizenzierung von Forschungsergebnissen

Bei Lizenzverträgen mit öffentlichen Forschungseinrichtungen ergeben sich ebenfalls eine Reihe an Besonderheiten.

a) *Gegenstand der Lizenz*

Gegenstand von Lizenzen ist die Einräumung eines Nutzungsrechts an Immaterialgütern. Als mögliches lizenziertes Schutzgut kommen dabei nicht nur absolut geschützte Immaterialgüter, insb. Patente und ergänzende Schutzzertifikate oder Urheberrechte, sondern auch nicht absolut geschützten Immaterialgüter, insb. Know-how, in Betracht.⁶⁶

In Lizenzverträgen zwischen zwei Unternehmen erfolgt die Lizenzvergabe in aller Regel produktbezogen, d.h. das lizenzgebende Unternehmen lizenziert an das lizenznehmende Unternehmen alle geistigen Eigentumsrechte (und/oder Know-how), die für die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb eines bestimmten Produkts erforderlich (und ggf. nützlich sind). Für eine Patentlizenz kann eine vertragliche Regelung des Lizenzgegenstandes beispielweise wie folgt lauten:

„Lizenzierte Patentrechte sind alle Patente, Patentanmeldungen, Teilungen, ergänzende Schutzzertifikate, Erneuerungen, Bestätigungen und Neuauflagen, die dem Lizenzgeber während der Laufzeit dieses Vertrages gehören und die für die Entwicklung, Herstellung oder die Vermarktung und den Vertrieb

⁶⁵ TAKEI, 429 (438).

⁶⁶ Ausführlich zum Gegenstand von Lizenzverträgen, siehe HILTI, 16 ff. In der rechtswissenschaftlichen Literatur wird je nachdem, ob das Immaterialgut absolut geschützt ist oder nicht zwischen „echten“ und „unechten“ bzw. „eigentlichen“ und „uneigentlichen“ Lizenzverträgen unterschieden, vgl. HILTI, 17 Fn. 62; PROBST, 4 ff.

von Lizenzprodukten erforderlich sind. Unbeschadet der in dieser Ziffer beschriebenen umfassenden Definition sind die Lizenzierten Patentrechte, die zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses bestehen, in Anlage A aufgeführt“.

Dieser produktbezogene Ansatz soll sicherstellen, dass der Lizenznehmer ein Nutzungsrecht an allen (auch zukünftigen) Immaterialgütern des Lizenzgebers erlangt, die erforderlich sind, um das lizenzierte Produkt weiter zu entwickeln, herzustellen und auf den Markt zu bringen. Der Lizenznehmer soll im Verhältnis zum Lizenzgeber (und in aller Regel auch im Verhältnis zu dessen verbundenen Unternehmen) eine umfassende Ausübungsfreiheit, sog. Freedom-to-Operate, erhalten.

Im Gegensatz hierzu sind Lizenzverträge zwischen öffentlich-rechtlichen Forschungseinrichtungen und Unternehmen in der Regel Immaterialgüter-bezogen ausgestaltet, d.h. es werden nur spezifische, zum Zeitpunkt des Abschlusses des Lizenzvertrages bereits bestehende geistige Eigentumsrechte (und/oder Know-how) lizenziert. Vertraglich kann dies entweder dadurch erfolgen, dass der Lizenzgegenstand zeitlich auf das Inkrafttreten des Lizenzvertrages beschränkt wird oder, noch enger, nur die in einem Anhang ausdrücklich genannten (oder im Fall von Know-how genau umschriebenen) Immaterialgüter lizenziert werden. Eine entsprechende Klausel wäre dann wie folgt zu formulieren:

„Lizenzierte Patentrechte sind alle Patente, Patentanmeldungen, Teilungen, ergänzende Schutzzertifikate, Erneuerungen, Bestätigungen und Neuaufgaben, die dem Lizenzgeber zum Zeitpunkt des Inkrafttretens dieses Vertrages gehören und die für die Entwicklung, Herstellung oder die Vermarktung und den Vertrieb von Lizenzprodukten erforderlich sind“; oder

„Lizenzierte Patentrechte sind alle Patente, Patentanmeldungen, Teilungen, ergänzende Schutzzertifikate, Erneuerungen, Bestätigungen und Neuaufgaben, die in Anlage A aufgeführt sind“.

Freedom-to-Operate erlangt der Lizenznehmer damit nicht umfassend; vielmehr kann es notwendig werden, mit der Forschungseinrichtung eine Erweiterung des Lizenzvertrages oder den Abschluss eines neuen Lizenzvertrages zu verhandeln, wenn nach Abschluss des Lizenzvertrages neue Immaterialgüter entstehen. Diese Zurückhaltung der öffentlich-rechtlichen Forschungseinrichtungen kann insbesondere dadurch erklärt werden, dass sich die Forschungseinrichtungen nicht hinsichtlich zukünftiger Forschungsergebnisse binden wollen, zumal es ohne Weiteres sein kann, dass diese im Rahmen anderer Forschungsprojekte von anderen Forschungsgruppen hervorgebracht werden.

Im Hinblick auf das Anwendungsfeld sind die öffentlich-rechtlichen Forschungseinrichtungen zumeist darauf bedacht, das Anwendungsfeld so eng wie möglich zu formulieren und insbesondere klar abzugrenzen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Forschungseinrichtungen einen öffentlichen Auftrag haben, Forschungsergebnisse der Allgemeinheit möglichst breit zugutekommen zu lassen. So können insbesondere Plattformtechnologien in ganz unterschiedlichen Bereichen genutzt werden und die Forschungseinrichtung hat ein Interesse daran, Lizenzen für verschiedene Anwendungsfelder an verschiedene Lizenzpartner zu erteilen, damit die Technologie in der Praxis möglichst breit zur Anwendung kommt.⁶⁷

b) Vergütung

Bei der Ausgestaltung des Vergütungsmodells sind die öffentlichen Forschungseinrichtungen in der Praxis oftmals bereit, flexible Lösungen einzugehen. Dies gilt insbesondere bei Lizenzträgen mit Spin-off Unternehmen. So sehen die Spin-off Richtlinien der ETH Zürich vor, dass bei der

*„Lizensierung von geistigem Eigentum der ETH Zürich an die Spin-off Unternehmen und bei Zusammenarbeitsverträgen zwischen der ETH Zürich und ihren Spin-off Unternehmen (...) Lizenzkonditionen angewendet [werden können], die den negativen freien Kapitalfluss (Free Cash Flow) in den ersten Jahren nach der Firmengründung berücksichtigen“.*⁶⁸

In der Praxis wird daher in der Regel auf hohe Vorabzahlungen, sog. Upfront Payments, verzichtet zugunsten von gestaffelten Vergütungsmodellen, welche den finanziellen Möglichkeiten des Spin-off Unternehmens Rechnung tragen (z.B. kann die Zahlung von erfolgreichen Investitionsrunden abhängig gemacht werden). Allerdings ist zu beachten, dass die finanziellen Regelungen insgesamt noch im Rahmen des Marktüblichen liegen müssen.

c) Exklusivität und wettbewerbsbeschränkende Klauseln

Wie auch bei Lizenzverträgen zwischen Unternehmen vergeben öffentliche Forschungseinrichtungen Lizenzen entweder exklusiv oder nicht-exklusiv. Bei öffentlichen Forschungseinrichtungen ist jedoch als Ausfluss des gesetzlich verankerten Grundsatzes der Freiheit von Forschung und Lehre⁶⁹ zu beachten,

⁶⁷ In diesem Sinne auch BONACCIO/GREINER, 31 (47).

⁶⁸ Ziff. 7 Spin-off-Richtlinien (Fn. 13).

⁶⁹ Vgl. z. Art. 5 Abs. 3 ETH-Gesetz, Art. 3 Abs. 1 UniG ZH.

dass selbst bei einer exklusiven Lizenz, die Forschungseinrichtung sich und ihren Angehörigen das Recht vorbehält, die lizenzierten Immaterialgüter für Forschung und Lehre weiter frei zu nutzen.

Bei Lizenzverträgen zwischen Unternehmen werden über die Exklusivität der Lizenzgewährung hinaus, oftmals noch wettbewerbsbeschränkende Vereinbarungen getroffen (sofern und soweit dies aus wettbewerbsrechtlicher Sicht zulässig ist), wonach das lizenzgebende Unternehmen für einen bestimmten Zeitraum bestimmte konkurrierende Tätigkeiten nicht aufnehmen darf (z.B. Verpflichtung während eines bestimmten Zeitraums kein direktes Konkurrenzprodukt auf Basis einer alternativen Technologie zu entwickeln).⁷⁰ Eine solche Einschränkung können öffentlich Forschungseinrichtungen für den Bereich der Forschung und Entwicklung aufgrund der gesetzlich garantierten Forschungsfreiheit keinesfalls akzeptieren, sodass solche Regelungen in Lizenzverträgen mit öffentlichen Forschungseinrichtungen in aller Regel nicht zu finden sind.

d) Gewährleistungen und Haftung

Weitere Besonderheiten ergeben sich im Bereich der Gewährleistung und der Haftung. Bei Lizenzverträgen zwischen Unternehmen verlangt das lizenznehmende Unternehmen vom lizenzgebenden Unternehmen zumeist umfangreiche Zusicherungen und Gewährleistungen im Hinblick auf den Lizenzgegenstand, insbesondere im Hinblick auf Inhaberschaft und Berechtigung am lizenzierten Immaterialgut, Bestand des lizenzierten Immaterialguts und konfligierende Rechte Dritter.⁷¹ Dies empfiehlt sich insbesondere deshalb, weil mangels spezialgesetzlicher Regelungen erhebliche Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Risikoverteilung und des anwendbaren Haftungsregimes besteht.⁷² Öffentlich-rechtliche Forschungseinrichtungen sind demgegenüber in der Regel nicht oder nur sehr eingeschränkt bereit, Zusicherungen abzugeben und sind gleichzeitig bestrebt, die Haftung auf das nach Art. 100 OR gesetzlich zulässige Mindestmass zu beschränken.⁷³

⁷⁰ FISCHER/DORIGO, 339 und 380 f.

⁷¹ Für einen Überblick über mögliche Zusicherungen, siehe: FISCHER/DORIGO, 335 f. und 362 ff.; ULMER/SCHMOLL, 158 ff.

⁷² ZENHÄUSERN, Vorb. 184 ff. / Lizenz- und Know-how-Vertrag, Rz 3 ff.; FISCHER, 141 (145 ff.).

⁷³ BONACCIO/GREINER, 31 (43).

IV. Fazit

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass der Technologietransfer durch öffentliche Forschungseinrichtungen zahlreiche Besonderheiten aufweist. In der Praxis nimmt die Bedeutung des Technologietransfers durch öffentliche Forschungseinrichtungen und die Professionalisierung der Technologietransferstellen stetig zu. Unternehmen oder Jungunternehmer, die an einem Technologietransfer von öffentlichen Forschungseinrichtungen interessiert sind, sind gut beraten, sich die besondere Interessenlage von öffentlichen Forschungseinrichtungen aufgrund deren öffentlich-rechtlicher Zweckbestimmung und den daraus resultierenden Aufgaben und Interessenlagen (insbesondere Gewährleistung der Freiheit von Forschung und Lehre, Forschung zum Wohle der Allgemeinheit, Ausschluss von Reputations- und Haftungsrisiken) vor der Aufnahme von Verhandlungen bewusst zu machen, da diese den Rahmen für die Verhandlungen vorgeben.

Literaturverzeichnis

- BADER MARTIN/GASSMANN OLIVER, Management von Technologietransfer, in: Thouvenin/Wildhaber (Hrsg.), Technologietransfer: Möglichkeiten und Grenzen rechtlicher Gestaltung, St.Gallen 2012, 9 ff.
- BERNET WALTER, Die Universität investiert in ihre Spin-offs, NZZ vom 30. August 2017, verfügbar unter <<https://www.nzz.ch/zuerich/neuschoepfung-uzh-life-sciences-fund-die-universitaet-investiert-in-ihre-spin-offs-ld.1313313?reduced=true>>.
- BONACCIO SILVIO/GREINER HANNAH, Technologietransfer an der ETH Zürich, in: Thouvenin/Wildhaber (Hrsg.), Technologietransfer: Möglichkeiten und Grenzen rechtlicher Gestaltung, St.Gallen 2012, 31 ff.
- DIETSCHI NIKLAUS, Beabsichtigte Sachübernahmen, Zürich/St. Gallen 2012.
- DJOKOVIC DJORRIE/SOUTARIS VANGELIS, Spinouts from academic institutions: a literature review with suggestions for further research, The Journal of Technology Transfer 33 (2008), 225 ff.
- EGLI URS, Forschungs- und Entwicklungsvertrag: zentrale Rechtsfragen und Hinweise auf die Rechtsgestaltung, AJA 7/2015, 993 ff.
- FISCHER ROLAND, Technologietransfer durch Lizenzverträge – Risiken und vertragliche Absicherungsmechanismen, in: Thouvenin/Wildhaber (Hrsg.), Technologietransfer: Möglichkeiten und Grenzen rechtlicher Gestaltung, St. Gallen 2012, 141 ff.
- FISCHER ROLAND/DORIGO LARA, Patent- und Know-how Lizenzvertrag, in: Weinmann/Münch/Herren (Hrsg.), Schweizer IP-Handbuch, Basel 2013, 333 ff.
- FRITZSCHE DANIEL, Wie die ETH mit Get Your Guide ihr erstes Einhorn gezüchtet hat, NZZ vom 11. Juli 2019, verfügbar unter <<https://www.nzz.ch/zuerich/get-your-guide-die-eth-hat-ihre-erstes-einhorn-geboren-ld.1494764>>.

- HILTI RETO M., Lizenzvertragsrecht, Systematisierung und Typisierung aus schutz- und schuldrechtlicher Sicht, Bern 2001.
- KOHLER STEFAN, F&E-Kooperationsverträge – Was gilt es zu beachten?, in: Thouvenin/Wildhaber (Hrsg.), Technologietransfer: Möglichkeiten und Grenzen rechtlicher Gestaltung, St. Gallen 2012, 73 ff.
- LEBRET HERVÉ, Stanford University and High-Tech Entrepreneurship: An Empirical Study (2010), verfügbar unter <<https://ssrn.com/abstract=1983858>>.
- LUTZ MARTIN J./STAEHELIN ALESCH, Technologietransfer an den schweizerischen Hochschulen. Eine vergleichende Untersuchung von Recht und Praxis, GRUR Int. 1999, 219 ff.
- MCSherry CORYNNE, Who owns Academic Work? Battling for Control of Intellectual Property, Cambridge 2001.
- MÖFFERT FRANZ-JOSEF, Der Forschungs- und Entwicklungsvertrag, München 2008.
- MÜNCH PETER/HERZOG NICOLAS, §5 Berechtigung an der Erfindung, in: Bertschinger/Münch/Geiser (Hrsg.) Schweizerisches und europäisches Patentrecht, Basel 2002.
- PROBST THOMAS, Der Lizenzvertrag: Grundlagen und Einzelfragen, Jusletter, 2. September 2013, 4 ff.
- RASMUSSEN-BONNE HANS-ERIC, Handbuch Venture Capital, in: Weitnauer (Hrsg.), Von der Innovation zum Börsengang, 5. Aufl., München 2016, Teil E (zit. RASMUSSEN-BONNE, Handbuch).
- RASMUSSEN-BONNE HANS-ERIC, Ausgründungen aus Forschungseinrichtungen: Beteiligte, Interessen, Herausforderungen, GWR 2017, 253 ff. (zit. RASMUSSEN-BONNE, Ausgründungen).
- SACHWITZ APPLE KIRSTEN, Evaluating University Technology Transfer Offices, in: Acs/Stough (Hrsg.), Public Policy in an Entrepreneurial Economy, New York 2008, 139 ff.
- SCHALLER JEAN-MARC, Art. 404, in: Kurzkommentar Obligationenrecht, Basel 2014.
- SCHWEIZER MATTHIAS/FESCH CLAUDIA, Forschungs- und Entwicklungskooperationen, in: Weinmann/Münch/Herren (Hrsg.), Schweizer IP-Handbuch, Basel 2013, 257 ff.
- SELLNICK HANS-JOACHIM, Die Neuregelung des Rechts der Dienststerfindungen an den Hochschulen durch die Abschaffung des Hochschullehrerprivilegs, NVwZ 2002, 1340 ff.
- SMIELICK DIRK, §49 Forschungs- und Entwicklungsverträge, in: Münchener Anwaltshandbuch Gewerblicher Rechtsschutz, 5. Aufl., 2017.
- Staatssekretariat für Bildung, Forschung und Innovation SBFI, Forschung und Innovation in der Schweiz 2020, Bern 2020, abrufbar unter <<https://www.sbfi.admin.ch/sbfi/de/home/forschung-und-innovation/forschung-und-innovation-in-der-schweiz/f-und-i-bericht.html>>.
- TAKEI NAOKI, Die vertragliche Zuordnung von Immaterialgüterrechten in Forschungsverträgen zwischen Universität und der Industrie, AJP 2006, 429 ff.
- ULMER-EILFORT CONSTANCE/SCHMOLL ANDREA, Technologietransfer, 2. Aufl., München 2016.
- UNIDO, Technology Transfer Operations, Wien 2004.

- VOCK PATRICK, University Technology Transfer in Switzerland, Organisation, Legal Framework Policy and Performance, in: OECD, Turning Science into Business, Patenting and Licensing at Public Research Organizations, 2003, 189 ff.
- VON FALCK ANDREAS/SCHMALTZ CHRISTIANE, Hochschulerfindungen: Zuordnung und Vergütung in Deutschland, den Niederlanden, Frankreich, Großbritannien, den USA und Japan, GRUR 2004, 469 ff.
- WINZER WOLFGANG, Forschungs- und Entwicklungsverträge, München 2011.
- WÜNDISCH SEBASTIAN/HOFFMANN AXEL L., Staatlich finanzierte Erfindungen in den USA – Erwerb und Lizenzierung von Forschungsergebnissen unter Geltung des Bayh-Dole Act, GRURInt 2011, 789 ff.
- ZENHÄUSERN URS, Vorb. 184 ff. / Lizenz- und Know-how-Vertrag, in: Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, 3. A., Zürich 2016.

Ausgewählte Fragen zur Corporate Governance in Venture Capital-Unternehmen

Oliver Triebold*

Inhalt

I.	Einleitung	32
II.	Begriffsbestimmung	34
1.	Corporate Governance	34
2.	Venture Capital-Unternehmen	34
3.	Für Venture Capital-Unternehmen besonders relevante Corporate Governance Themen	35
III.	Interessenkonflikte im Verwaltungsrat eines Venture Capital-Unternehmens	36
1.	Gesetzliche Regelung	37
2.	Interessenkonflikte im Verwaltungsrat von Venture Capital-Unternehmen	39
IV.	Zustimmungserfordernisse im Verwaltungsrat (Urteil des Handelsgericht Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O)	40
1.	Sachverhalt und Fragestellung	41
2.	Urteil	43
3.	Erwägungen	43
4.	Kritik	44
a)	Organisation des Verwaltungsrats: Gestaltungsfreiheit als Grundsatz	44
b)	Kopfstimmprinzip und Grundsatz der Gleichbehandlung	44
aa)	Stichentscheid des Vorsitzenden, 14.	45
bb)	Verwaltungsratsbeschlüsse in nicht voller Besetzung	46
cc)	Delegation von Entscheidungsbefugnissen ausserhalb von Art. 716a Abs. 1 OR an Verwaltungsratsausschüsse	47
dd)	Delegation der Geschäftsführung an einzelne Mitglieder oder Dritte	48
ee)	Ausstandspflicht	49
ff)	Qualifizierte Beschlussquoren; Einstimmigkeitserfordernis	50
c)	Würdigung des geltenden Rechts	51
d)	Gleichgelagerte Verantwortlichkeit aller Verwaltungsräte	52
e)	Alternative Aktionärbindungsvertrag	53
f)	Unübertragbare und unentziehbare Aufgaben des Verwaltungsrats	56
g)	Ergebnis	57

* Der Autor dankt Frau ANDREA ANDELIC, MLaw, und Herrn SERAFIN RITSCHER, MLaw, für die wertvolle Unterstützung bei der Erarbeitung des Beitrags.

V. Venture Capital-Unternehmen und ESG	59
1. Begriffsbestimmung: ESG	59
2. Überblick über Corporate Social Responsibility, Nachhaltigkeit und ESG	60
3. „ESG is good for business“ – Studien zu ESG und Anlageerfolg	62
4. ESG Reporting Standards	62
5. ESG und Private Equity	64
6. ESG und Venture Capital	65
Literaturverzeichnis	67

I. Einleitung

Beim Thema Corporate Governance denken wir primär an börsenkotierte Unternehmen und deren Herausforderungen hinsichtlich eines ausgewogenen Verhältnisses von Führung und Kontrolle. Wir vergessen dabei leicht, dass mit Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon und Facebook gemessen an der Marktkapitalisierung einige der grössten Unternehmen der Welt als Venture Capital-finanzierte Start-up-Unternehmen angefangen haben.¹ Diese Unternehmen wuchsen zu bedeutender Grösse heran mit einer Eigentümerschaft aufgeteilt zwischen Gründern, Investoren, Führungskräften und Angestellten. Inzwischen haben über 300 Start-up-Unternehmen Bewertungen von mehr als einer Milliarde U.S. Dollar erreicht.² Tausende kleinerer Unternehmen setzen alles daran, ihnen zu folgen, und seit diesen Erfolgsgeschichten wurden rekordhohe Summen von Kapital in neue private Unternehmen investiert.

Man ist geneigt anzunehmen, dass in den kleineren, überschaubareren Verhältnissen eines Start-up-Unternehmens alles noch viel einfacher ist. Setzt man sich allerdings mit dem Thema Corporate Governance bei Venture Capital-Unternehmen detaillierter auseinander, erkennt man sehr schnell, dass sich erstaunlich viele Corporate Governance-Fragen auch in frühen Phasen der Unternehmensentwicklung stellen, zum Teil aufgrund der besonderen Eigenschaften eines Start-up-Unternehmens sogar akzentuierter als in grösseren oder älteren Unternehmen.

Vor allem in Amerika gilt das primäre akademische Augenmerk aber immer noch den börsenkotierten Unternehmen mit ihrer Trennung von Eigentümerschaft und Kontrolle und der damit einhergehenden „principal-agent“ Proble-

¹ POLLMAN, 2 mit weiteren Hinweisen.

² POLLMAN, 2 mit weiteren Hinweisen.

matik.³ Die weniger umfangreiche Literatur, die sich mit kleineren privaten, meist von einem Mehrheitsaktionär beherrschten Unternehmen, sog. *controlled and closely held corporations*, auseinandersetzt, zeigt auf, dass bei diesen Gesellschaften das kennzeichnende Wesensmerkmal eines weit gestreuten Aktionariats fehlt und sie statt dessen mit der Problematik der Unterdrückung von Minderheitsaktionären konfrontiert sind.⁴

Erst seit kurzem widmet sich ein Teil der Literatur den spezifischen Corporate Governance-Fragen bei Venture Capital-Unternehmen. Dabei wird schnell klar, dass die im Umfeld börsenkotierter Unternehmen entwickelten, allgemeinen rechtlichen Konzepte, die man in gleicher Weise auch auf privat gehaltene Unternehmen jeglicher Couleur anwendet, den speziellen Umständen nicht immer gerecht werden. So bekleiden in Start-up-Unternehmen Involvierte oft verschiedene und wechselnde Rollen. Venture Capital-Investoren sind regelmässig nicht nur Aktionäre, sondern halten auch regelmässig einen Verwaltungsratssitz. Sie sind zum einen Prinzipal und zum anderen Agent. Zudem sind die Aktionäre keine homogene Gruppe, sondern im Venture Capital-Kontext äusserst heterogen. Die Finanzgeber verschiedener Finanzierungsrunden an sich haben schon unterschiedliche Ausgangslagen und Interessen. Dasselbe gilt für langjährige Mitarbeitende, die Mitarbeiterbeteiligungsrechte mit verschiedenen Einstandspreisen und Ausübungskonditionen erhalten haben. Mit jeder Finanzierungsrunde steigen Komplexität und Konfliktpotenzial. Erst der Börsengang (oder der strategische Verkauf) führt dann zu einem Aufbrechen der über mehrere Jahre und Finanzierungsrunden gewachsenen Governance-Strukturen und zu einer Vereinfachung. Nebst dem Vorteil, dass aufgrund eines Börsengangs die Anteile liquide werden, ist dies ein Hauptgrund, warum auch erfolgreiche Wachstumsunternehmen den Gang an die Börse wählen, selbst wenn sie die Gewinnzone erreicht und/oder ausreichend privates Kapital zur Verfügung haben.⁵

Während also börsenkotierte Unternehmen im Bereich der Corporate Governance primär in vertikaler Weise (Aktionär – Management) herausgefordert sind und sich bei den kleineren kontrollierten Unternehmen in Gestalt des Opportunismus des Mehrheitsaktionärs vordringlich horizontale Herausfor-

³ POLLMAN, 3. Vgl. zu den Ursprüngen NOBEL, 7. Kap. 7 N 75 ff. und BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 18 ff.

⁴ Sog. *minority shareholder oppression*; POLLMAN, 3 mit weiteren Nachweisen.

⁵ Vgl. hierzu die detaillierte Darstellung bei POLLMAN, 5 f.

derungen (Mehrheitsaktionär – Minderheitsaktionär) stellen⁶, überlagern sich diese und weitere Problemkreise (insbesondere Interessenkonflikte) bei Venture Capital-Unternehmen in mannigfaltiger Weise.

II. Begriffsbestimmung

1. Corporate Governance

Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance definiert Corporate Governance als „die Gesamtheit der auf das nachhaltige Unternehmensinteresse ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben.“⁷ Es geht folglich um ein ausgewogenes Verhältnis zwischen den einzelnen Organen der Gesellschaft (Stichwort: checks and balances) sowie Transparenz (d.h. die Offenlegung bestimmter Informationen) und dies alles unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz.⁸

Typische Corporate Governance Themen umfassen die Entscheidungskompetenzen von Exekutive und Aktionariat, die Nomination und Zusammensetzung von Verwaltungsrat und Management, die Organisation des Verwaltungsrats, der Umgang mit Interessenkonflikten, die Vergütung von Verwaltungsrat und Management, das Verhältnis von Mehrheits- und Minderheitsaktionären sowie allgemein die Ausübung von Aktionärsrechten.

2. Venture Capital-Unternehmen

„Venture Capital-Unternehmen“ im Sinne dieses Beitrags sind Portfoliofirmen von Venture Capital-Investoren. Für Venture Capital charakteristisch sind die private Finanzierung mit Risikokapital in einer frühen Phase der Unternehmensentwicklung mit dem Ziel der Finanzierung eines Entwicklungs- oder Wachstumsschritts. Dabei bringt der Venture Capital-Investor nebst der ei-

⁶ POLLMAN, 3 f.

⁷ Swiss Code, 6.

⁸ Oder noch knapper ausgedrückt geht es um „Macht und Kontrolle in komplexen Organisationen“; BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 16; zum Wesen und zur Geschichte der Corporate Governance allgemein vgl. NOBEL, 7. Kap. N 72 ff. und BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 1 ff.

gentlichen Finanzierung oft auch Know-how ein. Schliesslich ist begriffswesentlich, dass jedem Investor ein geregelter Exit nach einer gewissen Zeit bzw. der Erreichung eines Meilensteins offensteht.⁹

Das Verhältnis zwischen Investor, Gründer und Portfoliogesellschaft ist also von Anfang an eine Beziehung auf Zeit mit einem bestimmten Ziel, welches in der Regel im Businessplan vorgezeichnet wird. Rechtlich abgesichert wird dieses gemeinsame Vorhaben durch einen Investitionsvertrag und einen Aktionärbindungsvertrag (samt Statuten und Organisationsreglement).¹⁰ Dabei übernimmt der Venture Capital-Investor meist eine Minderheitsbeteiligung. Aus diesem Grund braucht der Investor gewisse Schutzrechte¹¹, damit er das Venture Capital-Unternehmen aus seiner Sicht auf Kurs halten und die Mitaktionäre daran hindern kann, vom gemeinsam abgemachten Plan abzuweichen.¹² Diese Schutzrechte werden teils vertraglich¹³ teils gesellschaftsrechtlich¹⁴ ausgestaltet.

3. Für Venture Capital-Unternehmen besonders relevante Corporate Governance Themen

Viele Corporate Governance-Empfehlungen sind primär auf Publikumsgesellschaften zugeschnitten und für Venture Capital-Unternehmen u.a. mangels weitläufiger Organisation (noch) nicht relevant (z.B. ein Vergütungs- oder Nominationsausschuss). Aber der Grundgedanke von Corporate Governance gilt auch hier: die Sicherstellung der Wahrung der Aktionärsinteressen durch geeignete „checks and balances“ unter Wahrung der Entscheidungsfähigkeit und Effizienz des Unternehmens. In Venture Capital-Unternehmen haben dabei

⁹ Siehe z.B. SECA-Musterdokumentation large Shareholders' Agreement, Ziff. 2: „The [Common Shareholders]/[Shareholders] acknowledge their common intent to procure, and to generally co-operate with each other so as to ensure, that the Company will be managed and operated with a view to maximizing its value for the Shareholders and ultimately achieving an exit for the Shareholders from their investment in the Company.“; vgl. ferner TRIPPEL/JAISLI KULL, 209.

¹⁰ Vgl. hierzu die SECA-Musterdokumentation large, abrufbar unter: <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation.aspx>>.

¹¹ TRIPPEL/JAISLI KULL, 202 f.; FORSTMOSER/KÜCHLER, N 366.

¹² TRIPPEL, 68; Zu den vielfältigen Krisen, mit denen Gesellschaften und Aktionäre konfrontiert sein können, vgl. TRIPPEL/JAISLI KULL, 204 ff.

¹³ V.a. im Aktionärbindungsvertrag niedergelegte Rechte; vgl. TRIPPEL/JAISLI KULL, 202 f.

¹⁴ D.h. im Obligationenrecht, den Statuten oder im Organisationsreglement festgelegte Rechte.

die Nomination, Zusammensetzung und Organisation von Verwaltungsrat und Management, der Umgang mit Interessenkonflikten und das Verhältnis von Mehrheits- und Minderheitsaktionär besondere Relevanz.

Der vorliegende Beitrag verzichtet darauf, einen umfassenden Überblick über die Herausforderungen der Corporate Governance eines Venture Capital-Unternehmens in den verschiedenen Entwicklungsphasen zu geben.¹⁵ Stattdessen soll lediglich auf drei klar umrissene Themenbereiche eingegangen werden: den Umgang mit Interessenkonflikten im Verwaltungsrat (nachstehend III.), die Frage der gesellschaftsrechtlichen Zulässigkeit von Zustimmungserfordernissen in Organisationsreglementen (nachstehend IV.) und schliesslich der Bedeutung von ESG für Venture Capital-Unternehmen (nachstehend V.).

III. Interessenkonflikte im Verwaltungsrat eines Venture Capital-Unternehmens

Interessenkonflikte im Verwaltungsrat kommen in Venture Capital-Unternehmen tendenziell häufig vor.¹⁶ Grund dafür sind insbesondere die kleineren Verhältnisse, welche dazu führen, dass involvierte Personen neben der Rolle des Verwaltungsratsmitglieds im Normalfall mehrere andere Funktionen ausüben. Paradebeispiel dafür ist der Gründer, der als Verwaltungsratspräsident amtiert und daneben auch noch die Rollen des (Haupt-)Aktionärs, Arbeitnehmers und CEO auf sich vereint. Wie bereits vorstehend angemerkt, kommt der Umstand hinzu, dass ein Venture Capital-Unternehmen oftmals ein heterogenes Aktienariat besitzt. Da sind nebst Gründern regelmässig auch Investoren verschiedener Finanzierungsrunden, Führungskräfte und andere Angestellte beteiligt und teilweise im Verwaltungsrat vertreten.

¹⁵ Vgl. hierzu POLLMAN, 1 ff.

¹⁶ Auf die Kontroverse bezüglich des Einflusses von Aktionären auf die Willensbildung einer Aktiengesellschaft kann im Rahmen dieses Beitrags nicht näher eingegangen werden. Vgl. hierzu GERICKE: „Die Vertretung von Private Equity Fonds im Verwaltungsrat von Portfoliogesellschaften zur besseren Wahrung der Investoreninteressen ist somit kein Raubrittertum im Reich des Aktienrechts, sondern entspricht dem gesetzlich vorgegebenen Modell.“, GERICKE, 133.

I. Gesetzliche Regelung

Das schweizerische Aktienrecht kennt keine ausdrücklichen Ausstandsregeln.¹⁷ Lehre und Rechtsprechung haben aber aus der in Art. 717 Abs. 1 OR statuierten Treuepflicht verschiedene Regeln hinsichtlich Interessenkonflikten abgeleitet. Es ist grundsätzlich Aufgabe des Verwaltungsrates, in einem allgemeinen Beschluss, bei entsprechender Ermächtigung in den Statuten am effizientesten wohl im Rahmen des Organisationsreglementes, in Konkretisierung der allgemeinen Treuepflicht die nötigen Bestimmungen aufzustellen¹⁸ oder im Einzelfall *ad hoc* Massnahmen zu ergreifen¹⁹. Da diese Regelungen bzw. Entscheide u.a. das Stimmrecht des einzelnen Verwaltungsratsmitglieds betreffen, sind der Befugnis des Gesamtverwaltungsrats diesbezüglich aber Grenzen gesetzt. Wie gross dabei dessen Spielraum ist, ist umstritten.²⁰

Ausgangspunkt ist der Grundsatz, dass jedes Verwaltungsratsmitglied eine Stimme hat.²¹ Um diese Stimme ausüben, muss es nicht ganz „reinen Herzens“ und uninteressiert sein. Das Verwaltungsratsmitglied darf, ja muss sogar, seine Stimme auch in Angelegenheiten ausüben, in denen es gewisse persönliche, der Gesellschaft mehr oder minder zuwiderlaufende Interessen hat.²² In diesem Bereich vertraut das Aktienrecht darauf, dass sich jedes Verwaltungsratsmitglied pflichtgemäss entsprechend dem kategorischen Vorrang des Gesellschaftsinteresses²³ verhält. Diese Regelung ist insofern zwingend, als Statuten und Organisationsreglement für solche Konstellationen nicht gültig

¹⁷ Auch im Aktienrecht wurde ein Kodifizierungsversuch unternommen; seit Dezember 2007 ist der Entwurf für den Artikel 717a bekannt, er wurde auch in den Vorentwurf des EJPD 2014 aufgenommen, dann aber in Botschaft und Entwurf 2016 zusammengestutzt, um schliesslich vom Nationalrat Mitte Juni 2018 gestrichen zu werden. Vgl. hierzu BÖCKLI, Kritischer Blick, 148 f.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 672. Anders liegt der Fall im Vereinsrecht. Art. 68 Abs. 1 ZGB statuiert seit jeher ausdrücklich von Gesetzes wegen einen Ausschluss vom Stimmrecht bei der Beschlussfassung über ein Rechtsgeschäft oder einen Rechtsstreit zwischen dem entsprechenden Vereinsmitglied, seinem Ehegatten, oder einer mit ihm in gerader Linie verwandten Person einerseits und dem Verein andererseits.

¹⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 633.

¹⁹ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 671; BaK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 6a.

²⁰ BÖCKLI vertritt die Meinung, dass hier nur ein sehr enger Spielraum besteht, während WALDBURGER dem Verwaltungsrat diesbezüglich mehr Freiheit zugestehen will; BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 634; WALDBURGER, 133 f.

²¹ Sog. Kopfstimmprinzip; siehe dazu nachstehend IV.1.d)bb).

²² BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 634; BÜHLER/SPICHTIN, 155; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 669 mit Verweis auf Urteil des Bundesgerichts 4A_147/2014 vom 19. November 2014 E. 3.

²³ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 599.

einen Stimmrechtsausschluss statuieren können.²⁴ Organisationsreglemente, gemäss welchen Verwaltungsratsmitglieder bereits in den Ausstand treten müssen, wenn sie von einem Beschluss in ihren Interessen berührt sind, sind in dieser Allgemeinheit rechtlich nicht gültig.²⁵ Eine blosser Berührung eigener Interessen reicht für das Erlöschen des gesetzlich verliehenen Kopfstimmrechts nicht aus.²⁶ Anders liegen die Dinge am anderen Ende des Spektrums bei Vorliegen eines intensiven Interessenkonflikts, insbesondere des sog. diametralen Interessengegensatzes, der zur Ausstandspflicht und zum Stimmrechtsausschluss führt.²⁷ In diesen Fällen wird unwiderlegbar vermutet, dass das entsprechende Verwaltungsratsmitglied dem Gesellschaftsinteresse nicht den Vorrang gibt und schliesst es von der Entscheidungsfindung aus.

Zwischen den Polen „blosses Berührtsein“ und „diametraler Interessengegensatz“ erstreckt sich eine Grauzone, innerhalb derer es dem Verwaltungsrat obliegt, bei Bedarf die notwendigen Bestimmungen zu erlassen bzw. im Einzelfall die notwendigen Entscheidungen zu treffen.²⁸ Massstab ist hierbei stets die Wahrung des Gesellschaftsinteresses, wobei je nach ihren Eigenheiten Gesellschaften in dieser Grauzone unterschiedlich schutzbedürftig sind. Es ist durchaus vorstellbar, dass eine Gesellschaft aufgrund ihrer Branche oder Geschäftstätigkeit darauf angewiesen ist, jeglichen Anschein zu vermeiden, dass ein Verwaltungsratsmitglied seine Stimme nicht allein im Interesse der Gesellschaft ausübt.²⁹ Dann sind rigorosere Ausstandsregeln sachlich gerechtfertigt und gültig.³⁰ Im Normalfall ist jedoch Zurückhaltung angezeigt. Das Stimmrecht des einzelnen Verwaltungsratsmitglieds steht nicht einfach so zur Disposition. Es gilt auch hier das Verhältnismässigkeitsprinzip und das Übermassverbot.³¹ Nur wenn die Gesellschaft in der konkreten Situation ein überwiegendes Interesse daran hat, die Stimmrechtsausübung des einzelnen

²⁴ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 634a; so wohl auch BÜHLER/SPICHTIN, 155.

²⁵ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 634.

²⁶ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 634a; BÜHLER/SPICHTIN, 155; KRNETA, N 1897; a.M. WALDBURGER, 133 f.

²⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 635; KRNETA, N 1898. Diese Konsequenz entspricht insofern der Systematik des schweizerischen Rechts, als Art. 68 ZGB genau auf solch diametrale Interessengegensätze abzielt und unmissverständlich den Stimmrechtsausschluss dekretiert. Differenzierend BaK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 6a.

²⁸ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 633; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 671; WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 6a.

²⁹ Vgl. hierzu NOBEL: „Corporate Governance ist auch Reputations-Management; ohne gute Governance ist man sozusagen gar nicht mehr auslands- und noch weniger kapitalmarktfähig.“, NOBEL, 7. Kap. N 74.

³⁰ So auch WALDBURGER, 133 f.

³¹ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 654.

Verwaltungsratsmitglieds zu verhindern und kein milderes Mittel ausreicht, das Gesellschaftsinteresse zu wahren, rechtfertigt sich der Stimmrechtsausschluss.³²

2. Interessenkonflikte im Verwaltungsrat von Venture Capital-Unternehmen

Da aufgrund der engeren Verhältnisse, der Vertretung verschiedener Aktionärsinteressen und der Kumulation verschiedener Rollen im Verwaltungsrat eines Venture Capital-Unternehmens Interessenberührungen sprichwörtlich an der Tagesordnung sind, ist der Gesamtverwaltungsrat solcher Unternehmen gut beraten, im Organisationsreglement Klarheit zu schaffen und eine geeignete (und rechtlich gültige) Regelung zu treffen.

Die SECA-Musterdokumentation ist dabei eine gute Basis.³³ Sie orientiert sich inhaltlich am Entwurf für den Artikel 717a OR von 2007³⁴ und statuiert zunächst eine Pflicht, als Verwaltungsratsmitglied seine Angelegenheiten so zu regeln, dass Interessenkonflikte möglichst vermieden werden.³⁵ Sobald ein potentieller Interessenkonflikt zu Tage tritt, muss das entsprechende Verwaltungsratsmitglied den Verwaltungsratspräsidenten³⁶ informieren.³⁷ Der Verwaltungsratspräsident muss daraufhin dem Gesamtverwaltungsrat den spezifischen Umständen entsprechend geeignete Massnahmen vorschlagen und dieser entscheidet darüber ohne die Stimme des entsprechenden Verwal-

³² Zu Beurteilung der Intensität von Interessenkollisionen nach den Kriterien Kollisionsrichtung, Interessendruck und Pflichtenkollision siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 636 ff.; vgl. auch WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 6a.

³³ Abrufbar unter <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation/VC-Model-Documentation-Large.aspx>>.

³⁴ Vgl. die Darstellung bei BÖCKLI, Kritischer Blick, 148 f.; BÖCKLI, Insichgeschäfte, 365 ff.

³⁵ „[Directors[, Board Observers] and members of the Management shall arrange their personal and business affairs so as to avoid any situations where they may become subject to a conflict of interest (i.e. any personal interest, or the interest of a closely related individual or entity, that a Director[, Board Observer] or member of the Management might have in a particular matter or transaction with conflicts with the interests of the Company.]“; SECA-Musterdokumentation large Board Regulations, Ziffer 7.

³⁶ Wenn der Verwaltungsratspräsident selbst betroffen ist, geht die Mitteilung entweder an den Vizepräsidenten des Verwaltungsrats oder den gesamten Verwaltungsrat.

³⁷ „Each Director[, Board Observer] and member of the Management shall disclose to the Board any (potential) conflict of interest as soon as he/she becomes aware of such (potential) conflict of interest's existence. In the event the Chairman is (or might be) affected by a conflict of interest, he/she shall inform [the Vice-Chairman/the Board].“; SECA-Musterdokumentation large Board Regulations, Ziffer 7.

tungsratsmitglieds.³⁸ Eine Ausstandspflicht trifft ein Verwaltungsratsmitglied nur bei eigentlichen Interessenkonflikten.³⁹ Nach dem Prinzip „we know it when we see it“ wird dabei der Interessenkonflikt selbst nicht näher definiert. Schliesslich statuiert das SECA-Muster-Organisationsreglement bei permanentem Interessenkonflikt eine Pflicht zum Rücktritt.⁴⁰

Die im SECA-Muster-Organisationsreglement vorgeschlagene Regelung entbindet zwar den Verwaltungsrat nicht davon, im Einzelfall die Interessenlagen seiner Mitglieder zu prüfen, die Intensität allfälliger Konflikte einzuschätzen und die notwendigen Massnahmen zu treffen, sie enthält aber hinsichtlich dieser Aufgabe immerhin klar umrissene Handlungspflichten der Mitglieder (Mitteilungspflicht, Ausstandspflicht, Rücktrittspflicht), des Verwaltungsratspräsidenten (Beurteilungs- und Antragspflicht) und des Gesamtverwaltungsrats (Beschlusspflicht bezüglich Vorliegen eines Interessenkonflikts und notwendiger Massnahmen) sowie klare, praxistaugliche Vorgaben zur zweistufigen Vorgehensweise.⁴¹

IV. Zustimmungserfordernisse im Verwaltungsrat (Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O)

Das Handelsgericht Zürich fällt am 28. Oktober 2015 ein Urteil, welches vielleicht nicht gerade Schockwellen durch die hiesige Venture Capital-Welt sandte, aber doch für ein gerüttelt Mass an Unsicherheit und Kopfschütteln sorgte.⁴² Denn das Gericht brandmarkte etablierte und damit für solche In-

³⁸ „The Chairman shall make a proposal to the Board commensurate with the relevant circumstances, and the Board shall decide (without the affected person participating in such decision) whether there is a conflict of interest precluding the respective Director or member of Management from voting on the relevant matter or transaction. The Board shall further decide on any other appropriate measures[.]“; SECA-Musterdokumentation large Board Regulations, Ziffer 7. Zu den beiden Phasen der Problembewältigung (Beschluss über die Massnahmen zur Bewältigung des Interessenkonflikts in einer ersten Phase und Beschluss über das Sach- oder Personalgeschäft in einer zweiten Phase); vgl. BÖCKLI, Kritischer Blick, 148 f.

³⁹ „Director and members of the Management shall abstain from voting on matters or transactions in which they have a conflict of interest.“; SECA-Musterdokumentation large Board Regulations, Ziffer 7.

⁴⁰ „In case of a permanent conflict of interest, Directors[, Board Observers] and members of the Management shall resign from their position as Directors[, Board Observers] and members of the Management.“; SECA-Musterdokumentation large Board Regulations, Ziffer 7.

⁴¹ Gemäss BÖCKLI ist insbesondere die klare Festlegung der Handlungspflichten des Vorsitzenden für eine praxistaugliche Regelung unerlässlich; BÖCKLI, Kritischer Blick, 148 f.

⁴² Vgl. SECA-Musterdokumentation large Shareholders' Agreement with Annotations, Fn. 21.

vestitionen als selbstverständlich angenommene Corporate Governance-Regelungen⁴³ als rechtswidrig. Es kommt hinzu, dass der Entscheid nicht ans Bundesgericht weitergezogen wurde, womit eine höchstrichterliche Beurteilung ausblieb und der Entscheid in Rechtskraft erwuchs. Er gehört deshalb zur geltenden Praxis, welche bei der Beratung von Venture Capital-Investoren berücksichtigt werden muss. So behilft man sich seither nach dem Prinzip der Vorsicht mit Notlösungen, ohne von der Richtigkeit des Entscheids wirklich überzeugt zu sein.⁴⁴ Worum ging es im Entscheid konkret?

1. Sachverhalt und Fragestellung

Die C. Holding AG war eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich, die im Handel mit CO₂-Zertifikaten tätig war. Der Beklagte war Gründungspartner, seit 1. Dezember 2006 Mitglied und seit 27. August 2010 Vizepräsident des Verwaltungsrates der C. Holding AG. Zugleich übte er die Funktion des CEO aus. Die Klägerin war Finanzinvestorin⁴⁵ und investierte als solche Mitte 2010 in die C. Holding AG.⁴⁶ Zu diesem Zweck schloss sie am 29. Juni 2010 u.a. mit dem Beklagten einen Aktionärsbindungsvertrag ab, gemäss welchem die Klägerin als Minderheitsaktionärin das Recht hatte, ein Mitglied des Verwaltungsrats zu bestimmen.⁴⁷ Das von der Klägerin delegierte Verwaltungsratsmitglied wurde als sog. „B Director“ bezeichnet. Gemäss Aktionärsbindungsvertrag bedurften gewisse Sachgeschäfte der Zustimmung des B Director wie folgt:

„7.2 Board Reserved Matters – limitations on management

No action shall be taken or resolution passed by the Board or the Subsidiary Board in respect of the following matters (‘Board Reserved Matters’), without the consent of the majority of the Directors present at the relevant Board Meeting and the consent of both B Directors:

[...]

c) the appointment, removal and conditions of employment and any changes thereto of the chief executive officer of the Company or the Subsidiary;

d) the appointment, discharge, remuneration and conditions of employment

⁴³ Vgl. hierzu TRIPPEL/JAISLI KULL, 203.

⁴⁴ Vgl. SECA-Musterdokumentation large Shareholders' Agreement with Annotations, Fn. 21.

⁴⁵ Gemäss Handelsgerichtsurteil bezweckte die Klägerin den Erwerb und die Verwaltung von Beteiligungen an Unternehmen aller Art sowie die Tätigung und Verwaltung von Finanzanlagen; Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, S. 3.

⁴⁶ Im Zeitpunkt der Klageerhebung hielt die Klägerin 8.39% des Aktienkapitals, Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, S. 3.

⁴⁷ Eine solche Regelung wird im Venture Capital-Kontext oft getroffen; vgl. TRIPPEL/JAISLI KULL, 208.

and any changes thereto of any employee of any Group Company whose aggregate gross annual earnings are equal to or in excess of EUR 200,000; [...].“

Eine gleichlautende Bestimmung fand sich im Organisationsreglement wie folgt:

„The following resolutions shall be deemed passed when adopted [...] with the consent of both B Directors („Board Reserved matters“):

[...] c) the appointment, removal and conditions of employment and any changes thereto of the chief executive officer of the Company or the Subsidiary;

d) the appointment, discharge, remuneration and conditions of employment and any changes thereto of any employee of any Group Company whose aggregate gross annual earnings are equal to or in excess of EUR 200,000; [...].“

Die Klägerin erhob als Aktionärin Verantwortlichkeitsklage nach Art. 754 OR gegen den Beklagten als Verwaltungsrat und CEO der C. Holding AG. Sie warf ihm vor, ohne die erforderliche Zustimmung des Verwaltungsrats unrechtmässig Vergütungen bezogen zu haben und machte geltend, dass dadurch der C. Holding AG ein Schaden entstanden war. Ihre Klage ging auf Leistung dieses Schadens an die Gesellschaft (Art. 756 OR).

Entscheidend war die Frage, ob eine Pflichtwidrigkeit vorlag. Gemäss der Klägerin hatte der Beklagte seine Pflichten verletzt, indem er ohne gültigen Verwaltungsratsbeschluss eine höhere Vergütung bezogen hat.⁴⁸ Sie machte geltend, dass die vom Verwaltungsrat gefassten Budgetbeschlüsse ungültig waren, da das im Organisationsreglement vorgesehene Zustimmungserfordernis der B Directors missachtet wurde.

Der Beklagte machte geltend, dass eine reglementarische Bestimmung, wonach nur bestimmten Personen im Verwaltungsrat das Recht zukomme, positive Beschlüsse zu verhindern, ungültig sei und dem Kopfstimmprinzip und dem Gleichbehandlungsgrundsatz widerspreche. Die Klägerin könne sich zur Begründung ihrer Klage somit nicht auf ein „Vetorecht ad personam“, welches

⁴⁸ Das Gericht untersuchte zunächst, ob hinsichtlich der streitgegenständlichen Vergütungen des verkürzten Geschäftsjahrs 2013 und des Geschäftsjahrs 2013/2014 überhaupt Verwaltungsratsbeschlüsse vorlagen oder nicht. Da jeweils eine Lohnliste mit der individuellen Vergütung des Beklagten Bestandteil des Budgets war, kam das Gericht zum Schluss, dass die streitgegenständlichen Vergütungen eine Grundlage in den Budgetbeschlüssen des Verwaltungsrats hatten. Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.2.2, S. 13 ff.

lediglich einem individuell bestimmten Mitglied des Verwaltungsrates zustehen soll, berufen. Das „Veto“ des von der Klägerin delegierten B Director anlässlich der Budgetgenehmigung führte daher nicht zur Widerrechtlichkeit der vom Beklagten bezogenen Vergütungen, weshalb auch keine Pflichtverletzung vorliegen könne.

Die zentrale Frage war deshalb, ob in Organisationsreglementen vorgesehene Zustimmungserfordernisse zulässig sind.⁴⁹

2. Urteil

Das Gericht kam zum Schluss, dass ein solches Zustimmungserfordernis in einem Organisationsreglement in der Tat unzulässig sei, da es mit dem Kopfstimmprinzip und dem Gleichbehandlungsgrundsatz unvereinbar sei und überdies – im Bereich der Ernennung und Abberufung der mit der Geschäftsführung und der Vertretung betrauten Personen – einen unzulässigen Eingriff in die unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats darstelle.⁵⁰ Deshalb seien die Verwaltungsratsbeschlüsse hinsichtlich Budgets, welche indirekt auch die verschiedenen Saläre absegneten, trotz Nichterfüllung des reglementarischen Zustimmungserfordernisses gültig. Folglich lag keine Pflichtverletzung vor und die Haftung unter Art. 754 OR wurde abgelehnt.

3. Erwägungen

Das Gericht hält zunächst fest, dass die in Ziff. 3.6.3 des Organisationsreglements enthaltene Regelung kein Vetorecht sondern ein Zustimmungserfordernis ist⁵¹ und dass Art. 713 Abs. 1 OR bezüglich der Beschlussfassung des Verwaltungsrats von der einhelligen Literatur als dispositiv erachtet wird.⁵² Nach einer Auseinandersetzung mit verschiedenen Lehrmeinungen zum Pluralstimmrecht und zu Einstimmigkeitserfordernissen hält das Gericht fest, dass sich nur FORSTMOSER und WALDBURGER explizit zur Zulässigkeit spezifischer Zustimmungserfordernisse bzw. Vetorechte einzelner Mitglieder oder Gruppen äussern und deren Zulässigkeit unter Hinweis auf das Kopfstimmprinzip und den Gleichbehandlungsgrundsatz ablehnen.

„Aus dem Kopfstimmprinzip ergibt sich, dass jeder Verwaltungsrat nur eine Stimme besitzt. Ein Mehr- oder Pluralstimmrecht einzelner Mitglieder ist un-

⁴⁹ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.3.

⁵⁰ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.3.6.

⁵¹ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.3.2.

⁵² Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.3.3.

zulässig. Dabei handelt es sich um einen zwingenden Grundsatz, eine statutarische oder reglementarische Verankerung eines Pluralstimmrechts ist unzulässig. Das Kopfstimmprinzip ergibt sich aus der Gleichberechtigung aller Verwaltungsratsmitglieder sowie aus ihrer gleichgelagerten Verantwortlichkeit [...].

Dies entspricht auch der Rechtsprechung des Bundesgerichts. So führte es in BGE 71 I 188 E. 5 aus, dass in einem demokratischen Rechtsstaat grundsätzlich die Prinzipien der Gleichberechtigung und des Mehrheitsentscheids gelten würden. Die Gleichberechtigung bestehe aber nur, wenn jeder Verwaltungsrat über die gleiche Stimmkraft verfüge.“ (E. 4.3.4)

4. Kritik

a) *Organisation des Verwaltungsrats: Gestaltungsfreiheit als Grundsatz*

Das Aktienrecht überlässt die innere Organisation des Verwaltungsrats weitgehend der Gesellschaft selber. Sie ist ein Kernpunkt der Gestaltungsfreiheit jeder Gesellschaft.⁵³ Das Gesetz enthält nur wenige Vorschriften, welche die Organisation und die Abläufe innerhalb des Verwaltungsrats regeln, und selbst diese wenigen Regelungen gelten nach herrschender Lehre und Rechtsprechung zumeist als dispositiv.⁵⁴

b) *Kopfstimmprinzip und Grundsatz der Gleichbehandlung*

Das Kopfstimmprinzip besagt, dass jedes Verwaltungsratsmitglied eine Stimme haben soll. Es hat keine ausdrückliche gesetzliche Grundlage⁵⁵, entspricht aber herrschender Lehre und Rechtsprechung.⁵⁶

Fraglich ist jedoch, ob auch jedes Verwaltungsratsmitglied die identische Stimmkraft haben muss. Diesbezüglich wird in der Lehre meist auf den Grundsatz der Gleichbehandlung verwiesen. Das Bundesgericht scheint bereits aus dem Kopfstimmprinzip abzuleiten, dass jedes Verwaltungsratsmitglied die gleiche Stimmkraft haben muss. Es folgert dies in einem Entscheid aus dem Jahre 1945 aus der in aArt. 762 Abs. 3 OR statuierten Bestimmung, dass Vertreter einer an der AG interessierten öffentlichrechtlichen Körperschaft im

⁵³ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 100 mit weiteren Hinweisen; WERNLI/RIZZI sprechen von Selbstorganisation, BaK-WERNLI/RIZZI, Art. 712 N 3; vgl. auch BÖCKLI/BÜHLER, 38.

⁵⁴ Hinsichtlich Art. 713 Abs. 1 OR vgl. TRIPPEL, 94.

⁵⁵ Das Aktienrecht enthält keine Regelung, welche sich dazu äussert, wie die Stimmen innerhalb des Verwaltungsrats verteilt sind. So schon BGE 71 I 187 f.

⁵⁶ FORSTMOSER, Organisation, § 11 N 83 mit weiteren Nachweisen.

Verwaltungsrat gleiche Rechte und Pflichten haben wie die von der Generalversammlung gewählten Mitglieder. Dies sei nur gewährleistet, wenn jedes Mitglied über die gleiche Stimmkraft verfügt.

Diese Argumentation überzeugt nicht. Die Bestimmung sagt nichts darüber aus, ob innerhalb der von der Generalversammlung gewählten Mitglieder absolut gleiche Stimmkraft herrschen muss. Es darf nur nicht so sein, dass die Vertreter der öffentlichrechtlichen Körperschaften diesbezüglich benachteiligt werden.

Soweit ersichtlich ist es in Lehre und Rechtsprechung unklar, ob das Kopfstimmprinzip auch beinhaltet, dass jedes Mitglied zwingend die gleiche Stimmkraft haben muss, oder ob hierzu das Prinzip der Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern bemüht werden muss.

Wenn man diese Unterscheidung vornimmt, wird klar, dass eine Abweichung vom Kopfstimmprinzip tendenziell schwerer wiegt als eine Abweichung vom Prinzip der Gleichbehandlung der Verwaltungsratsmitglieder. Im ersteren Fall wird dem einzelnen Mitglied das Stimmrecht an sich entzogen, während im letzteren Fall alle Verwaltungsratsmitglieder zumindest eine Stimme haben. Ein Verwaltungsratsmitglied hat jedoch gesellschaftsrechtlich sowieso kein Anrecht auf eine bestimmte relative Stimmkraft im Verwaltungsrat, hängt doch die Grösse des Verwaltungsrats – und damit die relative Stimmkraft des einzelnen Verwaltungsratsmitglieds im Gesamtgremium – von den statutarischen Vorgaben und den Wahlentscheiden der Generalversammlung ab.

In jedem Fall gilt weder das Kopfstimmprinzip noch der Grundsatz der Gleichbehandlung von Mitgliedern des Verwaltungsrats, hier verstanden als Grundsatz der identischen Stimmkraft für alle Verwaltungsratsmitglieder, im schweizerischen Gesellschaftsrecht absolut. Es ist zwar sicherlich nicht zulässig, einem Verwaltungsratsmitglied in den Statuten oder Reglementen generell das Stimmrecht abzuerkennen. Das Schweizer Recht sieht aber selbst einige Abweichungen vom Kopfstimmprinzip und vom Grundsatz der Gleichbehandlung vor. Es handelt sich dabei namentlich um die folgenden:

aa) Stichentscheid des Vorsitzenden

Gemäss Art. 713 Abs. 1 Satz 2 OR hat der Vorsitzende im Verwaltungsrat den Stichentscheid, sofern die Statuten nichts anderes vorsehen.

Der Stichentscheid des Vorsitzenden stellt keine Abweichung vom Kopfstimmprinzip dar, da immer noch jedes Verwaltungsratsmitglied eine Stimme hat und diese ausüben kann. Allerdings wird dem Vorsitzenden zugestanden, in einem Fall von Stimmgleichheit für und gegen einen Beschluss, das Züng-

lein an der Waage zu spielen und in Eigenregie zu entscheiden, wie der Entscheid ausfallen soll. Dies ist klarerweise eine Abweichung vom Prinzip, dass jedes Mitglied dieselbe Stimmkraft haben soll, bzw. vom Gleichbehandlungsgrundsatz.

Diese Abweichung vom Gleichbehandlungsgrundsatz ist explizit im Gesetz statuiert. Sie bezieht sich auf alle Sachgegenstände, sowohl innerhalb als auch ausserhalb der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats. Eine statutarische Grundlage ist nicht notwendig. Bemerkenswerterweise statuierte der Gesetzgeber den Stichentscheid des Vorsitzenden als Normalfall und nicht nur als Möglichkeit, in den Statuten den Stichentscheid einzuführen. Vielmehr braucht es für die Abweichung vom Stichentscheid (d.h. für die Wiederherstellung der gleichen Stimmkraft aller Verwaltungsratsmitglieder) einer statutarischen Grundlage. Offensichtlich wollte der Gesetzgeber unbedingt eine Regelung für den Fall, dass es im Verwaltungsrat eine Patt-situation gibt. Dies obwohl auch ein Pattentscheid ein Entscheid ist, einfach ein ablehnender. Es geht bei dieser Abweichung vom Grundsatz der Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern also klar um die Erhaltung der Entscheidungsfähigkeit des Leitungsorgans.⁵⁷

bb) Verwaltungsratsbeschlüsse in nicht voller Besetzung

Der Verwaltungsrat kann auch gültig Beschlüsse fassen, wenn einzelne Verwaltungsratsmitglieder an der Beschlussfassung nicht teilnehmen. Eine schriftliche Stimmabgabe abwesender Verwaltungsratsmitglieder vor oder nach der Beratung ist gemäss herrschender Lehre ungültig.⁵⁸ Da die nicht anwesenden Verwaltungsratsmitglieder ihr Stimmrecht nicht ausüben können, liegt auch hier eine Abweichung vom Kopfstimmprinzip vor.⁵⁹ Niemand würde aber wohl auf die Idee kommen, geltend zu machen, diese Beschlüsse seien ungültig, weil sie gegen das Kopfstimmprinzip verstossen.

Die Ausnahme vom Kopfstimmprinzip ist gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt, wird aber als selbstverständlich erachtet.⁶⁰ Das Vorgehen bedarf keiner statutarischen Grundlage und selbst Beschlüsse im Bereich der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats sind gültig, wenn sie in nicht vollständiger Besetzung gefasst werden. In der Lehre wird diesbezüglich nicht die Abweichung vom Kopfstimmprinzip thematisiert, sondern die Fra-

⁵⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 117.

⁵⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 132 ff. mit Nachweisen zum Stand der Lehre.

⁵⁹ Dabei gelten bei entsprechender Grundlage in Statuten und/oder Organisationsreglement telefonisch zugeschaltete Verwaltungsratsmitglieder als anwesend.

⁶⁰ Vgl. VON DER CRONE, 81.

ge diskutiert, ob zu hoch angesetzte Präsenzquoten ungültig sein sollen, weil sie die Entscheidungsfähigkeit des Verwaltungsrats zu sehr einschränken.⁶¹ In Tat und Wahrheit findet hier eine Interessenabwägung statt. Die Abweichung vom Kopfstimmprinzip wird wiederum hingenommen, um die Funktionsfähigkeit des Gremiums zu gewährleisten.

cc) *Delegation von Entscheidungsbefugnissen ausserhalb von Art. 716a Abs. 1 OR an Verwaltungsratsausschüsse*

Der Verwaltungsrat ist gemäss Art. 716a Abs. 2 OR befugt, dauernd Ausschüsse oder ad hoc-Arbeitsgruppen aus seiner Mitte zu bilden und diesen die Vorbereitung und die Ausführung seiner Beschlüsse oder die Überwachung von Geschäften zuzuweisen.⁶² Ausserhalb der ihm als unübertragbar und unentziehbar zugewiesenen Hauptaufgaben kann er auch Entscheidungsbefugnisse an solche Verwaltungsratsausschüsse delegieren.⁶³ Eine entsprechende statutarische Grundlage ist nicht notwendig. Der Verwaltungsrat kann die Delegation mit Mehrheitsentscheid vornehmen. Das heisst, ein sich in der Minderheit befindliches einzelnes Verwaltungsratsmitglied kann sich nicht erfolgreich dagegen wehren, dass ihm, falls er dem entsprechenden Ausschuss nicht angehört, Entscheidungsbefugnisse entzogen werden, die normalerweise dem Verwaltungsrat einer schweizerischen Aktiengesellschaft zustehen.

Auch diese Delegation von Entscheidungsbefugnissen stellt im Ergebnis eine Abweichung vom Kopfstimmprinzip dar.⁶⁴ Mit der Bildung von Verwaltungsratsausschüssen und der Delegation von Entscheidungsbefugnissen an diese Ausschüsse entzieht der Gesamtverwaltungsrat normalerweise in seiner Kompetenz liegende Sachgeschäfte einem Teil seiner Mitglieder. Diese Verwaltungsratsmitglieder können bezüglich der delegierten Entscheidungsbefugnisse ihr Stimmrecht nicht mehr ausüben.

Seine Rechtfertigung findet diese Abweichung vom Kopfstimmprinzip in der Erkenntnis, dass der Verwaltungsrat seine Aufgaben insbesondere bei grösseren Gesellschaften zweckmässig nur mit einer Arbeitsteilung zu bewältigen

⁶¹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 122.

⁶² Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 405; VON DER CRONE, 81 ff.

⁶³ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 405a f.

⁶⁴ In einer Abweichung vom Kopfstimmprinzip, wie es im vorliegenden Beitrag verstanden wird, kann man stets auch eine Abweichung vom Prinzip der gleichen Stimmkraft erblicken, da diejenigen Verwaltungsratsmitglieder, welche Teil der entsprechenden Verwaltungsratsausschüsse sind, nach wie vor abstimmen können und die Aussenstehenden im Vergleich nicht dieselbe Stimmkraft haben.

vermag.⁶⁵ Wiederum hat der Gesetzgeber eine Interessenabwägung vorgenommen und entschieden, dass es möglich sein muss, sich intern zu organisieren.

dd) Delegation der Geschäftsführung an einzelne Mitglieder oder Dritte

Die Statuten können den Verwaltungsrat ermächtigen, gemäss Art. 716b die Geschäftsführung nach Massgabe eines Organisationsreglementes ganz oder zum Teil an einzelne Mitglieder oder an Dritte zu übertragen.⁶⁶ Eine solche Ermächtigung gehört heute in professionell abgefassten Statuten zum Standardrepertoire. Wiederum kann der Verwaltungsrat die Übertragung mit Mehrheitsentscheid beschliessen und das einzelne, sich in der Minderheit befindliche Verwaltungsratsmitglied kann sich auch hier nicht erfolgreich dagegen wehren. Die unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats verbleiben jedoch auch bei einer umfassenden Delegation der Geschäftsführung beim Gesamtverwaltungsrat.

Delegiert der Gesamtverwaltungsrat die Geschäftsführung an einzelne Mitglieder oder Dritte, so liegt eine Abweichung vom Kopfstimmprinzip vor. Bei der Delegation an einzelne Mitglieder haben die nicht zur Geschäftsführung designierten Verwaltungsratsmitglieder in diesem Bereich kein Stimmrecht mehr. Bei der Delegation an Dritte haben alle Verwaltungsratsmitglieder in diesem Bereich kein Stimmrecht mehr.

Das schweizerische System vermied bewusst eine absolute und zwingende Trennung im Sinne eines dualistischen Systems.⁶⁷ Der Gesetzgeber entschied sich für ein relativ offenes System, welches in fast schon gegensätzliche Richtungen ausformend verändert werden kann; eine weitgehende Annäherung an das deutsche „Aufsichtsratssystem“ oder eine „monistische“ Ausprägung durch Personalunion von Verwaltungsratspräsidum und Geschäftsleitungsvorsitz ist ebenso möglich wie eine Annäherung an das britische oder das amerikanische „Board System“.⁶⁸ Es obliegt der Generalversammlung⁶⁹ oder, im Falle einer umfassenden Ermächtigung in den Statuten, dem Verwaltungsrat in seiner Organisations- und Gestaltungsverantwortung, das System der

⁶⁵ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 405b; VON DER CRONE, 82.

⁶⁶ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 531; VON DER CRONE, 92 ff.

⁶⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 405 ff.

⁶⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 532, 957 ff., 969 ff.; BÖCKLI, Konvergenz, 201 ff., insbesondere 213 ff.; BÜHLER, Regulierung, N 453 f.; FORSTMOSER, Unternehmensverfassung, 688 ff.

⁶⁹ Durch entsprechende Gestaltung der statutarischen Delegationsnorm gemäss Art. 716b.

Delegation näher zu bestimmen.⁷⁰ Inhaltlich muss das gewählte System lediglich einleuchtend und in sich widerspruchsfrei sein.⁷¹ In dieser Gestaltungsfreiheit und der daraus resultierenden Anpassungsfähigkeit liegt ein grosser Vorzug der Schweizer Lösung.⁷² Die Abweichung vom Kopfstimmprinzip ist der Preis, den man für die Ermöglichung flexibler Lösungen zahlt. Der Gesetzgeber nimmt dies bewusst in Kauf.

ee) Ausstandspflicht

Es stellt auch eine Abweichung vom Kopfstimmprinzip dar, wenn Verwaltungsratsmitglieder aufgrund ernster Interessenkonflikte in den Ausstand treten müssen.⁷³ Wiederum können sie an einer Verwaltungsratsentscheid ihre Stimme nicht einbringen.

Wie bereits vorstehend erwähnt, ist die Ausstandspflicht nicht ausdrücklich im Gesetz geregelt, sondern fliesst aus der allgemeinen Treuepflicht des Verwaltungsrats.⁷⁴ Eine statutarische Grundlage ist nicht notwendig und die Ausstandspflicht kann sich auch auf Sachgegenstände im Rahmen der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats beziehen.

Auch hier findet eine Interessenabwägung statt.⁷⁵ Die Abweichung vom Kopfstimmprinzip rechtfertigt sich, weil in diesen Situationen der Gesetzgeber dem von einem Konflikt betroffenen Verwaltungsratsmitglied schlichtweg die Fähigkeit abspricht, im Gesellschaftsinteresse zu handeln. Die Gesellschaft wird geschützt, indem dem entsprechenden Verwaltungsratsmitglied in Abweichung vom Kopfstimmprinzip in der entsprechenden Angelegenheit das Stimmrecht entzogen wird.

⁷⁰ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 531. Interessanterweise war ursprünglich vorgesehen, dass entweder die Generalversammlung in den Statuten oder der Verwaltungsrat selbst im Organisationsreglement die nähere Ordnung seiner Tätigkeit festlegt. In der parlamentarischen Debatte wurde diese Bestimmung dann gestrichen; siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 103a mit Verweis auf Botschaft des Bundesrates über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, BBl 1983 II 745 ff. (zit. nach dem Sonderdruck) 98, Ziff. 215.4.

⁷¹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 531.

⁷² Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 532.

⁷³ Vgl. vorstehend III.1.

⁷⁴ Vgl. vorstehend III.1.

⁷⁵ Vgl. VON DER CRONE, 81.

ff) *Qualifizierte Beschlussquoren; Einstimmigkeitserfordernis*

Ein qualifiziertes Beschlussquorum liegt vor, wenn für einen Entscheid eine bestimmte Anzahl Ja-Stimmen über das einfache Mehr hinaus verlangt wird. Selbst ohne explizite statutarische Ermächtigung kann der Verwaltungsrat sie gültig in einem Organisationsreglement erlassen⁷⁶, auch im Bereich der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats. Beim Extremfall qualifizierter Beschlussquoren, dem Einstimmigkeitserfordernis, besteht allerdings in der Lehre keine Einigkeit. Während die Mehrheit der Lehre dies zulassen will⁷⁷, erblicken BÖCKLI und ein Teil der Lehre darin ein Vetorecht jedes Mitglieds, welches nicht statthaft sei⁷⁸.

Qualifizierte Beschlussquoren stellen zwar keine Abweichung vom Kopfstimmprinzip dar, sie sind aber eine Abweichung vom Grundsatz der gleichen Stimmkraft aller Verwaltungsratsmitglieder bzw. vom Gleichbehandlungsgrundsatz. Denn in diesen Fällen kommt einer Neinstimme im Umfang der Abweichung des Entscheidquorums vom einfachen Mehrheitsentscheid mehr Stimmkraft zu.⁷⁹

Wie rechtfertigt sich diese Abweichung vom Gleichbehandlungsgrundsatz? Es kann nicht um die Erhaltung der Entscheidungs- und Handlungsfähigkeit des Gremiums Verwaltungsrat gehen.⁸⁰ Denn qualifizierte Quoren erschweren Beschlüsse. Es geht augenscheinlich auch nicht um eine zweckmässige Arbeitsteilung bzw. Organisation⁸¹, denn eine Arbeitsteilung bzw. Arbeitsorganisation findet nicht statt. Schliesslich kann es auch nicht um den Schutz der Ge-

⁷⁶ Inwieweit die Generalversammlung mittels Erlass entsprechender Statutenbestimmungen dem Verwaltungsrat Beschlussquoren aufzuerlegen vermag, ist umstritten; zum Stand der Lehre vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 120; KNOBLOCH, 562.

⁷⁷ FORSTMOSER, Organisation, § 11 N 84; BaK-WERNLI, Art. 713 N 8; HUNGERBÜHLER, 112; ZK-BÜRGI, Art. 716 N 7; TANNER, 338 f.; differenzierend KRNETA, 776, der ein Einstimmigkeitsprinzip nur bei kleinen Gesellschaften zulassen will.

⁷⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 121b mit Hinweisen auf den Stand der Lehre; hinsichtlich der Generalversammlung vgl. BÖCKLI/BÜHLER, 37 ff.

⁷⁹ Wenn für einen Entscheid eine Zweidrittelmehrheit erforderlich ist, so hat eine Nein-Stimme etwas weniger als die doppelte Stimmkraft als eine Ja-Stimme. Denn es braucht mindestens doppelt so viele Ja-Stimmen als Nein-Stimmen, um den Entscheid zu fällen.

⁸⁰ Anders als beim Stichentscheid des Vorsitzenden (vorstehend IV.1.d)bb)aaa)) und bei den Verwaltungsratsbeschlüssen in nicht voller Besetzung (vorstehend IV.1.d)bb)bbb)).

⁸¹ Anders als bei der Delegation von Entscheidungsbefugnissen ausserhalb von Art. 716a Abs. 1 OR an Verwaltungsratsausschüsse (vorstehend IV.1.d)bb)ccc)) und der Delegation der Geschäftsführung an einzelne Mitglieder oder Dritte gemäss Art. 716b OR (vorstehend IV.1.d)bb)ddd)).

sellschaft in einer besonders heiklen Situation gehen.⁸² Was bleibt? Es bleibt die Gestaltungsfreiheit des Verwaltungsrates, sich innerhalb gewisser Grenzen seine Regeln selbst zu geben⁸³, und es bleibt der vom Gesetzgeber auch innerhalb des Verwaltungsrats als legitim anerkannte Schutz von Minderheiten⁸⁴.

c) *Würdigung des geltenden Rechts*

Die vorstehend beschriebenen Abweichungen vom Kopfstimmprinzip und vom Grundsatz der Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern zeigen, dass die beiden Prinzipien im Schweizer Recht nicht absolut gelten.⁸⁵ Gesetzgeber, Lehre und Rechtsprechung haben verschiedene Abweichungen zugelassen.⁸⁶ Einige sind gesetzlich ausdrücklich vorgesehen⁸⁷, einige bedürfen einer statistischen⁸⁸ oder einer reglementarischen⁸⁹ Grundlage und einige gelten auch ohne positive Rechtsgrundlage⁹⁰. Diese Abweichungen beschlagen teilweise auch die unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats.

⁸² Anders als bei der Ausstandspflicht aufgrund eines intensiven Interessenkonflikts (vorstehend IV.1.d)bb)eee)).

⁸³ Vgl. vorstehend IV.1.d)aa).

⁸⁴ Vgl. hierzu Art. 709 Abs. 2 OR: „Die Statuten können besondere Bestimmungen zum Schutz von Minderheiten oder einzelnen Gruppen von Aktionären vorsehen.“ Schliesslich ist dem Gesetzgeber auch die grundsätzliche Erkenntnis nicht fremd, dass gewisse einschneidende Beschlüsse von mehr als nur 50% plus einer Stimme getragen werden sollten; vgl. Art. 704 Abs. 1 OR.

⁸⁵ Selbst der vom Handelsgericht zitierte BGE 71 I 187 anerkennt, dass das Kopfstimmrecht nicht absolute Geltung beansprucht, weist es doch darauf hin, dass „der Grundsatz der Gleichberechtigung und des Mehrheitsentscheides gelten [muss], sofern nicht etwas anderes ausdrücklich bestimmt wird oder sich aus der besonderen Art der Korporation oder des Verhandlungsgegenstandes ergibt.“ BGE 71 I 187, 188.

⁸⁶ Es handelt sich hierbei um die Beschlüsse in nicht voller Besetzung, die Delegation von Entscheidungsbefugnissen ausserhalb von Art. 716a Abs. 1 OR an Verwaltungsratsausschüsse, die Delegation der Geschäftsführung an einzelne Mitglieder oder Dritte gemäss Art. 716b OR und die Ausstandspflicht im Falle eines intensiven Interessenkonflikts.

⁸⁷ Wie beispielsweise der Stichentscheid des Vorsitzenden.

⁸⁸ Dies trifft zu auf die Delegation der Geschäftsführung an einzelne Mitglieder oder Dritte gemäss Art. 716b OR.

⁸⁹ So die Einführung qualifizierter Entscheidquoren.

⁹⁰ So z.B. die Delegation von Entscheidungsbefugnissen ausserhalb von Art. 716a Abs. 1 OR an Verwaltungsratsausschüsse und die Ausstandspflicht im Falle eines intensiven Interessenkonflikts.

tes.⁹¹ Lehre und Rechtsprechung zum schweizerischen Aktienrecht erlauben solche Abweichungen offensichtlich, wenn hierfür ein hinreichender sachlicher Grund vorliegt. Die anerkannte Zulässigkeit von qualifizierten Entscheidungen belegt, dass Minderheitenschutz ein hinreichender sachlicher Grund sein kann.

d) *Gleichgelagerte Verantwortlichkeit aller Verwaltungsräte*

Auch die „gleichgelagerte Verantwortlichkeit“⁹² der Verwaltungsratsmitglieder erfordert keineswegs, dass das Kopfstimmprinzip bzw. der Grundsatz der Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern absolut gilt. Es trifft zwar zu, dass in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit mehrere Ersatzpflichtige dem Geschädigten grundsätzlich solidarisch haften.⁹³ Hierfür müssen aber bei jedem Haftpflichtigen die Haftungsvoraussetzungen (Schaden, Pflichtverletzung, adäquater Kausalzusammenhang und Verschulden) erfüllt sein.⁹⁴ Die Solidarität reicht nur so weit, als der Haftpflichtige selbst den eingetretenen Schaden adäquat und schuldhaft verursacht hat.⁹⁵ Zwar genügt es, wenn die Pflichtwidrigkeit eine Teilursache⁹⁶ des Schadens darstellt und bereits ein leichtes Verschulden begründet die Haftung.⁹⁷ Ist jedoch der eingetretene Schaden zu bestimmten Teilen den einzelnen Verursachern zuzurechnen, so besteht nicht solidarische, sondern anteilmässige Haftung.⁹⁸

Im Aussenverhältnis ging das Bundesgericht unter dem Aktienrecht von 1936 noch von absoluter Solidarität aus.⁹⁹ Die Aktienrechtsrevision 1991¹⁰⁰ machte

⁹¹ Dies trifft beispielsweise zu auf den Stichtscheid des Vorsitzenden, die Beschlüsse in nicht voller Besetzung und die Ausstandspflicht im Falle eines intensiven Interessenkonflikts.

⁹² FORSTMOSER, Organisation, § 11 N 83.

⁹³ HOFFMANN-NOWOTNY, 429.

⁹⁴ HOFFMANN-NOWOTNY, 429 mit weiteren Nachweisen; BaK-GERICKE/WALLER, Art. 759 N 3.

⁹⁵ HOFFMANN-NOWOTNY, 429 mit weiteren Nachweisen; BaK-GERICKE/WALLER, Art. 759 N 3; VON DER CRONE, 89.

⁹⁶ „Eine Teilursache liegt vor, wenn mehrere Ursachen zusammen den Schaden bewirken, jedoch eine dieser Ursachen allein den Schaden nicht herbeigeführt hätte.“

HOFFMANN-NOWOTNY, 430 mit weiteren Nachweisen.

⁹⁷ HOFFMANN-NOWOTNY, 430, insbesondere auch zur Definition einer Teilursache und zur Unterscheidung von qualitativer und quantitativer Ursachenkonkurrenz.

⁹⁸ HOFFMANN-NOWOTNY, 430, insbesondere auch zur Definition einer Teilursache und zur Unterscheidung von qualitativer und quantitativer Ursachenkonkurrenz.

⁹⁹ BaK-GERICKE/WALLER, Art. 759 N 1; HOFFMANN-NOWOTNY, 431 f.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 N 481.

¹⁰⁰ Hierzu ausführlich BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 N 482 ff.

in Art. 759 Abs. 1 OR aber klar, dass in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit Art. 43 Abs. 1 OR, wonach der Richter im Rahmen der Schadenersatzbemessung „sowohl die Umstände als die Grösse des Verschuldens zu würdigen hat“, auch bei einer Mehrheit von Ersatzpflichtigen im Aussenverhältnis zu berücksichtigen ist (sog. differenzierte Solidarität).¹⁰¹

Somit wird klar, dass das geltende Verantwortlichkeitsrecht durchaus in der Lage ist, bei mehreren Verwaltungsratsmitgliedern haftungsmässig ausreichend zu differenzieren. Nehmen wir an, ein Verwaltungsratsentscheid, der die Gesellschaft vor Schaden hätte bewahren können, kam nicht zustande, weil im Organisationsreglement für diesen Beschluss ein Zustimmungserfordernis eines bestimmten Verwaltungsratsmitglieds gilt und dieses Verwaltungsratsmitglied dem Beschluss nicht zustimmte. Nehmen wir weiter an, dass die Ablehnung dieses Beschlusses pflichtwidrig war und bei der Gesellschaft zu einem Schaden geführt hat. Wer haftet nun?

Aufgrund des vorstehend beschriebenen Erfordernisses der individuellen Erfüllung sämtlicher Haftungsvoraussetzungen liegt auf der Hand, dass für diesen Schaden aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit nur dasjenige Verwaltungsratsmitglied haftet, dessen Zustimmung aufgrund des Zustimmungserfordernisses im Organisationsreglement notwendig war und welches den entsprechenden Beschluss (pflichtwidrig) abgelehnt hat.¹⁰² Nur dieses Verwaltungsratsmitglied hat den Schaden adäquat verursacht. Diejenigen Verwaltungsratsmitglieder, welche für den schadenverhindernden Beschluss stimmten oder an der entsprechenden Abstimmung nicht teilnahmen, haben weder eine adäquate Ursache für die Ablehnung des Beschlusses und damit den Schadenseintritt gesetzt, noch ihre Pflicht verletzt.

Aus den vorstehenden Erörterungen ergibt sich, dass das Argument, aus der gleichgelagerten Verantwortlichkeit aller Verwaltungsratsmitglieder ergebe sich das Kopfstimmprinzip bzw. das Prinzip der (absoluten) Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern, nicht überzeugt.

e) *Alternative Aktionärbündungsvertrag*

Das Handelsgericht verweist den Investor für die Umsetzung seines praktischen Bedürfnisses, gewisse Entscheide von seiner Zustimmung abhängig zu

¹⁰¹ HOFFMANN-NOWOTNY, 432 mit weiteren Nachweisen; BaK-GERICKE/WALLER, Art. 759 N 4 mit weiteren Nachweisen; BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 N 486 ff.

¹⁰² „Wer den Entscheid nicht mitträgt, ist auch nicht für ihn verantwortlich.“, VON DER CRONE, 80.

machen, auf den Weg des Aktionärbindungsvertrags.¹⁰³ Zustimmungserfordernisse werden dort in der Regel in Form einer Stimmbindung umgesetzt.¹⁰⁴ Diese Alternative hat aber insbesondere auf Verwaltungsratsstufe gewichtige Nachteile.

Zunächst ist festzuhalten, dass ein Aktionärbindungsvertrag unter Einbezug des Verwaltungsrats als Gremium rechtlich nicht möglich ist; die Einbindung des ganzen Verwaltungsrats muss deshalb auf dem Wege der individuellen Einbindung sämtlicher Verwaltungsratsmitglieder erfolgen.¹⁰⁵ Inwieweit ein Verwaltungsratsmitglied vertraglich einer Stimmbindung unterzogen werden kann, ist in der Schweiz umstritten.¹⁰⁶ Der vertragliche Schutz ist also diesbezüglich nur unvollkommen.

¹⁰³ „[Dem Bedürfnis für Zustimmungsvorbehalte bzw. für Vetorechte] kann in diesem Fall mit dem Abschluss eines Aktionärbindungsvertrages jedoch ohne Weiteres nachgelebt werden. Zwar wird durch einen Aktionärbindungsvertrag die Gesellschaft nicht gebunden und die Rechtsdurchsetzung mag dadurch allenfalls erschwert sein. Dies stellt jedoch keinen ausreichenden Grund dar, um vom Kopfstimmprinzip und dem Gleichbehandlungsgrundsatz abzuweichen, zumal ausreichende Möglichkeiten der Durchsetzung von Aktionärbindungsverträgen bestehen (z.B. vorsorgliche Massnahmen oder Konventionalstrafen).“, Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.3.4 a.E., S. 23.

¹⁰⁴ Vgl. Hierzu beispielsweise SECA-Musterdokumentation large Shareholders' Agreement, Ziff. 6.

¹⁰⁵ FORSTMOSER/KÜCHLER, N 400.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu FORSTMOSER/KÜCHLER, N 372 ff.; BaK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 716 a N 3 mit einem Überblick über den Stand der Lehre. Als Fazit halten FORSTMOSER/KÜCHLER diesbezüglich treffend fest: „Die Zulässigkeit und der mögliche Umfang der Einbindung von Mitgliedern des Verwaltungsrates in Aktionärbindungsverträge betrifft einen Bereich des Aktienrechts, der – sowohl was die Lehre als auch was die Rechtsprechung angeht – von Unklarheiten, Widersprüchen und Anomalien bestimmt ist.“, FORSTMOSER/KÜCHLER, N 392. In Berücksichtigung des Handelsgerichtsentscheids und der Lehre zur möglichen Einbindung von Verwaltungsratsmitgliedern sieht die im November 2019 lancierte 4. Auflage der SECA-Musterdokumentation large Shareholders' Agreement, Ziff. 6: „Each of the Shareholders acknowledges and agrees with the other Shareholders: (...) [(b)] [Alternative 2:] to procure that the Director(s) nominated by such Shareholder shall not, subject only to their fiduciary duties, cast an affirmative vote with respect to any of the important Board matters specified in Part B of Annex 6 („Important Board Matters“), unless such Important Board Matter will be approved by (i) the simple majority of the Directors present at the meeting and (ii) [each]/[at least [number]] Investor Director[s].“

Ferner wirken Stimmbindungsvereinbarungen gemäss herrschender Lehre immer nur *inter partes*.¹⁰⁷ Die Gesellschaft kann zwar hinsichtlich gewisser Sachbereiche Partei des Aktionärbindungsvertrags sein¹⁰⁸, sie kann aber nicht verbindlich an der Gestaltung ihres eigenen Willens teilnehmen.¹⁰⁹ Deshalb kann die Gesellschaft genau im Bereich von Stimmbindungsvereinbarungen nicht verbindlich Partei eines Aktionärbindungsvertrags sein.¹¹⁰ Konsequenz daraus ist, dass die Gesellschaft Stimmen, die in Verletzung eines Aktionärbindungsvertrags abgegeben wurden, stets so zu berücksichtigen hat, wie sie effektiv ausgeübt wurden, und dies selbst wenn die Gesellschaft vom Vertrag und der vereinbarten Festlegung der Stimmabgabe Kenntnis hat.¹¹¹

In Kombination ergibt dies für den Investor folgende Situation: Entgegen dem Aktionärbindungsvertrag ausgeübte Stimmrechte im Verwaltungsrat sind gesellschaftsrechtlich gültig. Erachtete man das Zustimmungserfordernis im Organisationsreglement als gültig, trüge der Investor das Risiko einer vertragswidrigen Stimmrechtsausübung nur hinsichtlich seines eigenen Repräsentanten, über den er eine gewisse Kontrolle hat.¹¹² Verweist man den Investor aber auf den Aktionärbindungsvertrag, trägt der Investor dieses Risiko hinsichtlich aller (zumindest aber hinsichtlich der Mehrheit der) Verwaltungsratsmitglieder.¹¹³

Hinzu kommt, dass die prozessuale Durchsetzung der Realerfüllung von Stimmbindungsvereinbarungen in der Schweiz zwar mittlerweile anerkannt¹¹⁴, aber mit verschiedenen Problemen behaftet ist. Nicht selten scheitert die Durchsetzung der Realerfüllung daran, dass die vertragswidrige Absicht einer Vertragspartei erst bekannt wird, wenn mit der Ausübung der Stimme in Verletzung des Aktionärbindungsvertrags bereits vollendete Tatsachen geschaffen sind.¹¹⁵ Da die Nichteinhaltung einer Stimmbindungsvereinbarung die Gültigkeit des entsprechenden Beschlusses nicht tangiert, lässt sich die Nichteinhaltung auch durch eine nachträgliche Leistungsklage auf Erfüllung oft

¹⁰⁷ TRIPPEL/JAISLI KULL, 215.

¹⁰⁸ TRIPPEL/JAISLI KULL, 214 f.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 12 N 579; FORSTMOSER/KÜCHLER, N 432 ff.

¹⁰⁹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 12 N 578; TRIPPEL/JAISLI KULL, 214 mit weiteren Nachweisen.

¹¹⁰ TRIPPEL/JAISLI KULL, 214, insbesondere Fn. 34; differenzierend FORSTMOSER/KÜCHLER, N 432 ff.

¹¹¹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 12 N 578a; TRIPPEL/JAISLI KULL, 215.

¹¹² Wenn sein Repräsentant im Verwaltungsrat seine Zustimmung entsprechend der Weisung des Investors gibt oder verweigert, sind die Interessen des Investors gewahrt.

¹¹³ Um die Interessen des Investors zu wahren, muss eine Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder die Stimmbindung einhalten.

¹¹⁴ TRIPPEL/JAISLI KULL, 217 f.; FORSTMOSER/KÜCHLER, 2031.

¹¹⁵ FORSTMOSER/KÜCHLER, 2033; TRIPPEL/JAISLI KULL, 219 f.

nicht mehr korrigieren.¹¹⁶ Investoren, welche durch stimmbindungswidrig abgegebene Stimmen geschädigt werden, bleibt oft nichts anderes übrig, als Ansprüche auf Schadenersatz oder eine vertraglich geschuldete Konventionalstrafe geltend zu machen.¹¹⁷ Schadenersatz stellt aber oft kein adäquates Korrektiv dar, da es den beteiligten Aktionären mit der Regelung um Einfluss auf die Gesellschaft geht.¹¹⁸ Schliesslich nimmt die prozessuale Durchsetzung Zeit und Kosten in Anspruch, und dies alles währenddem der vertragswidrig zustandegekommene Beschluss gesellschaftsrechtlich gültig ist und in der Gesellschaft Wirkung entfalten kann.

Zusammenfassend lässt sich die vom Handelsgericht propagierte Alternative Aktionärbindungsvertrag aus Sicht des Investors auf einen einfachen Nenner bringen: too little, too late.

f) Unübertragbare und unentziehbare Aufgaben des Verwaltungsrats

Das Handelsgericht begründete seinen Entscheid abschliessend auch noch damit, dass ein solches Zustimmungserfordernis in einem Organisationsreglement unzulässig sei, weil es – im Bereich der Ernennung und Abberufung der mit der Geschäftsführung und der Vertretung betrauten Personen – einen unzulässigen Eingriff in die unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats darstelle.¹¹⁹

Dem ist entgegenzuhalten, dass nicht jede Abweichung vom Prinzip der identischen Stimmkraft gleich die Kompetenzordnung im Verwaltungsrat verschiebt und damit im Bereich der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben eine unzulässige Delegation von Entscheidungsbefugnissen darstellt. Wie vorstehend dargelegt, gilt darüber hinaus das Kopfstimmprinzip auch im Bereich der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats nicht uneingeschränkt. Das Aktienrecht greift gemäss Lesart der geltenden Lehre und Rechtsprechung in vielerlei Weise in diese Kompetenzen ein und ermöglicht gültige Entscheide in Abweichung vom Prinzip der identischen Stimmkraft. Nebst dem gesetzlich vorgesehenen Stichentscheid des Vorsitzenden sind auch qualifizierte Entscheidquoren selbst im Bereich der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats zulässig. Auch sie beinhalten, wie vorstehend ausgeführt¹²⁰, eine Abweichung vom Grundsatz der Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern. Man ist sich zwar in

¹¹⁶ FORSTMOSER/KÜCHLER, 2074 ff.; TRIPPEL/JAISLI KULL, 229 ff.

¹¹⁷ TRIPPEL/JAISLI KULL, 231; FORSTMOSER/KÜCHLER, 2080 ff.

¹¹⁸ TRIPPEL/JAISLI KULL, 217; FORSTMOSER/KÜCHLER, 2032.

¹¹⁹ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.3.6, S. 24.

¹²⁰ Siehe vorstehend IV.1.d)bb)ddd).

der Lehre nicht einig, wie hoch qualifizierte Entscheidungsquoren sein dürfen, das Prinzip von qualifizierten Quoren wird aber in der Lehre einhellig als zulässig erachtet.¹²¹ Die Frage der zulässigen Höhe qualifizierter Entscheidungsquoren wird auch nicht wirklich unter dem Aspekt der Abweichung vom Kopfstimmprinzip bzw. vom Grundsatz der Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern, sondern vordringlich hinsichtlich der Erhaltung der Entscheidungs- und Handlungsfähigkeit des Verwaltungsrats als Leitungsorgan diskutiert.¹²²

Schliesslich sei auch erwähnt, dass dieses Argument im dem Handelsgerichtsfall zugrundeliegenden Sachverhalt höchstens den Rang eines *obiter dictum*¹²³ beanspruchen konnte, denn es war klarerweise nicht entscheidrelevant. Es ging weder um die Ernennung noch um die Abberufung der mit der Geschäftsführung und der Vertretung betrauten Personen, sondern schlicht und ergreifend um die Festlegung der Vergütung eines einzelnen Geschäftsleitungsmitglieds, nämlich der Entlohnung des CEO. Die Festlegung der Vergütung einzelner Mitglieder der Geschäftsleitung gehört aber nicht zum Bereich der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats.¹²⁴ Folglich konnte im konkreten Fall auch kein unzulässiger Eingriff in diese Kompetenzen vorliegen.

g) Ergebnis

Wie bereits vorstehend in II.2 ausgeführt, ist das Verhältnis zwischen Investor, Gründer und Portfoliogesellschaft von Anfang an eine Beziehung auf Zeit mit einem bestimmten Ziel, welches normalerweise im Businessplan vorgezeichnet wird. Da der Venture Capital-Investor meist eine Minderheitsbeteiligung übernimmt, stellt er im Normalfall auch nur eine Minderheit im Verwaltungsrat. Damit er das Venture Capital-Unternehmen auf Kurs halten und die Mitaktionäre bzw. Mitverwaltungsratsmitglieder daran hindern kann, vom gemeinsam abgemachten Plan abzuweichen, braucht der Investor auch im Verwaltungsrat gewisse Schutzrechte. Das Handelsgericht selbst anerkennt, dass ein praktisches Bedürfnis für Zustimmungsvorbehalte bzw. für Vetorechte besteht.¹²⁵ Dies ist ein legitimes Interesse, welches im Investitionsprozess

¹²¹ Vgl. statt vieler BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 120.

¹²² BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 120a.

¹²³ „Ein ‚obiter dictum‘ liegt vor, wenn das Gericht eine für die Entscheidungsbegründung gar nicht erforderliche zusätzliche Beobachtung anstellt, und diese dem Begründungstext hinzufügt.“, BÖCKLI/BÜHLER, 50.

¹²⁴ Gleicher Meinung BaK-WÄTTER/ROTH PELLANDA, Art. 716a OR N 47; CHK-MÜLLER, Art. 7 VegüV, N 12; MÜLLER, 315 (auf statutarischer Grundlage); PK-DÄNIKER, Art. 7 VegüV, N 31a mit weiteren Nachweisen; ZK-BÜHLER, Art. 716a OR, N 140.

¹²⁵ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 28. Oktober 2015, HG140114-O, Ziff. 4.3.4 a.E., S. 23.

transparent kommuniziert und mittels Unterschrift unter den Investitionsvertrag und den Aktionärbindungsvertrag (inkl. Statuten und Organisationsreglement) sowie durch Annahme bzw. Beibehaltung des Verwaltungsratsmandats von allen Beteiligten akzeptiert wird.

Zustimmungserfordernisse stellen keine Abweichung vom Kopfstimmprinzip dar, wohl aber eine solche vom Grundsatz der Gleichbehandlung von Verwaltungsratsmitgliedern. Sie gehen also weniger weit, als gewisse von Lehre und Rechtsprechung akzeptierte Praktiken.¹²⁶ Zustimmungserfordernisse bezwecken Minderheitenschutz. Minderheitenschutz ist vom Gesetz als legitimer Zweck anerkannt¹²⁷, und wird im Rahmen der Zulässigkeit qualifizierter Beschlussquoren auch von Lehre und Rechtsprechung akzeptiert.

Die gesellschaftsrechtliche Regelung von Zustimmungserfordernissen im Organisationsreglement ist eine sachgerechte, klare, effiziente und besser durchsetzbare Lösung als ein rein vertragsrechtliches Arrangement im Aktionärbindungsvertrag. Zunächst besteht in der Schweiz Uneinigkeit, inwieweit ein Verwaltungsratsmitglied vertraglich einer Stimmbindung unterzogen werden kann. Ein entgegen der Stimmbindung zustandegekommener Verwaltungsratsbeschluss ist darüber hinaus gesellschaftsrechtlich gültig. Die prozessuale Durchsetzung der Realerfüllung ist zwar zulässig, meist aber illusorisch, weil vor dem Beschluss die vertragswidrige Absicht einer Vertragspartei nicht erkennbar ist, und danach eine Korrektur, wenn sie überhaupt möglich ist, viel Zeit und Kosten erfordert. Ersatzansprüche auf Schadenersatz oder eine vertraglich geschuldete Konventionalstrafe dienen zwar der Abschreckung, vermitteln aber nicht, worum es letztlich geht: die Kontrolle über die Gesellschaft in bestimmten Situationen.

Die mit einem Zustimmungserfordernis im Organisationsreglement einhergehende Ungleichbehandlung einzelner Verwaltungsratsmitglieder ist angesichts der Vorteile und im Vergleich zu anderen rechtlich akzeptierten Abweichungen vom Gleichbehandlungsgrundsatz vertretbar. Haftungsrechtlich führt eine solche Lösung zu keinen Nachteilen für die Verwaltungsratsmitglieder mit weniger Stimmkraft. Die Solidarität mehrerer Ersatzpflichtiger reicht nur so weit, als der einzelne Haftpflichtige selbst den eingetretenen Schaden adäquat und schuldhaft verursacht hat, und in Anwendung der sog. differen-

¹²⁶ Siehe die vorstehend beschriebenen Abweichungen vom Kopfstimmprinzip.

¹²⁷ Vgl. hierzu Art. 709 Abs. 2 OR: „Die Statuten können besondere Bestimmungen zum Schutz von Minderheiten oder einzelnen Gruppen von Aktionären vorsehen.“ Schliesslich ist dem Gesetzgeber auch die grundsätzliche Erkenntnis nicht fremd, dass gewisse einschneidende Beschlüsse von mehr als nur 50% plus einer Stimme getragen werden sollten; vgl. Art. 704 Abs. 1 OR.

zierten Solidarität würdigt der Richter bei der Schadenersatzbemessung auch im Aussenverhältnis bei jedem Haftpflichtigen individuell sowohl die Umstände als auch die Grösse des Verschuldens.

Entgegen der Meinung des Handelsgerichts besteht im Lichte der vorstehenden Erläuterungen ausreichend Grund, zum Zwecke des Minderheitenschutzes insbesondere im Rahmen von Venture Capital-Investitionen¹²⁸ vom Gleichbehandlungsgrundsatz abzuweichen und Zustimmungserfordernisse in Organisationsreglementen zuzulassen.

V. Venture Capital-Unternehmen und ESG

1. Begriffsbestimmung: ESG

Die Abkürzung „ESG“ steht für Umwelt, Soziales und Governance (Environmental, Social and Governance bzw. „ESG“) und beschreibt drei nachhaltigkeitsbezogene Verantwortungsbereiche von Unternehmen:

Das „E“ für Environment steht für Umweltthemen wie CO₂-Emissionen und Klimawandel, den effizienten Umgang mit Rohstoffen, Umweltauswirkungen des eigenen Produkts bzw. der eigenen Dienstleistung oder Energiemanagement.

Social („S“) beinhaltet Aspekte wie Menschenrechte, Arbeitssicherheit und Gesundheitsschutz, Chancengleichheit und Nichtdiskriminierung, Diversity oder gesellschaftliches Engagement (Corporate Social Responsibility).

Unter Governance („G“) wird schliesslich eine nachhaltige Unternehmensführung verstanden. Hierzu zählen z.B. Themenbereiche wie Unternehmenswerte, Vergütungswesen, Compliance, Korruptionsbekämpfung, Steuertransparenz sowie Steuerungs- und Kontrollprozesse (Corporate Governance).

¹²⁸ Dieselbe oder zumindest eine sehr ähnliche Interessenlage liegt oft auch bei Private Equity-Investitionen und bei Joint Venture-Vorhaben vor. Hinsichtlich Joint Ventures, vgl. KNOBLOCH, 551 ff.

2. Überblick über Corporate Social Responsibility, Nachhaltigkeit und ESG

In den letzten 45 Jahren gewannen Konzepte wie Corporate Social Responsibility, Nachhaltigkeit, ethisches Investieren und ESG zunehmend an Aufmerksamkeit und Relevanz.¹²⁹ Die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen sind dabei wohl die ältesten umfassenden Verhaltensnormen, die Unternehmen einen Rahmen für Corporate Social Responsibility (CSR) bieten. Sie wurden ursprünglich auf multilateralem Weg verhandelt, 1976 verabschiedet und dann am 25. Mai 2011 durch den OECD-Rat in revidierter Form angenommen.¹³⁰ Die nach eigenen Angaben weltweit grösste Initiative für verantwortungsvolle Unternehmensführung ist der Global Compact der Vereinten Nationen (United Nations, UN).¹³¹ Der UN Global Compact wurde auf Initiative des damaligen UN-Generalsekretärs Koffi Annan kurz nach der Jahrtausendwende lanciert. Er beruht auf zehn aus verschiedenen UNO-Übereinkommen¹³² abgeleiteten Prinzipien.¹³³ Sowohl die OECD-Leitsätze für multinationale Un-

¹²⁹ Der vorliegende Beitrag beschränkt sich darauf, an dieser Stelle einen groben Überblick über die Entwicklungen der letzten 45 Jahre zu geben. Vgl. BaK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 16 und zur Sichtweise von vor zehn Jahren BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 372 ff.

¹³⁰ SECO, OECD-Leitsätze, 1.

¹³¹ Global Compact Network Switzerland, 1.

¹³² Es sind dies die allgemeine Erklärung der Menschenrechte, die internationale Arbeitsorganisations-Erklärung zu grundlegenden Prinzipien und Rechten bei der Arbeit, der Rio-Erklärung über Umwelt und Entwicklung sowie das Übereinkommen der Vereinten Nationen gegen Korruption; *economiesuisse*, 1.

¹³³ Die zehn Prinzipien betreffen die Bereiche Menschenrechte (Prinzip 1: Unternehmen sollen den Schutz der internationalen Menschenrechte unterstützen und achten; Prinzip 2: Unternehmen sollen sicherstellen, dass sie sich nicht an Menschenrechtsverletzungen mitschuldig machen), Arbeitsnormen (Prinzip 3: Unternehmen sollen die Vereinigungsfreiheit und die wirksame Anerkennung des Rechts auf Kollektivverhandlungen wahren; Prinzip 4: Unternehmen sollen für die Beseitigung aller Formen von Zwangsarbeit eintreten; Prinzip 5: Unternehmen sollen für die Abschaffung von Kinderarbeit eintreten; Prinzip 6: Unternehmen sollen für die Beseitigung von Diskriminierung bei Anstellung und Erwerbstätigkeit eintreten), Ökologie (Prinzip 7: Unternehmen sollen im Umgang mit Umweltproblemen dem Vorsorgeprinzip folgen; Prinzip 8: Unternehmen sollen Initiativen ergreifen, um größeres Umweltbewusstsein zu fördern; Prinzip 9: Unternehmen sollen die Entwicklung und Verbreitung umweltfreundlicher Technologien beschleunigen.), und Anti-Korruption (Prinzip 10: Unternehmen sollen gegen alle Arten der Korruption eintreten, einschließlich Erpressung und Bestechung.); Global Compact Network Switzerland, 4.

ternehmen als auch der UN Global Compact beruhen auf freiwilliger Mitwirkung.¹³⁴

Mit Unterstützung wiederum der Vereinten Nationen wurden im April 2006 die „Principles for Responsible Investment (PRI)“ lanciert und die gleichnamige Organisation gegründet. Inzwischen haben Stand Januar 2020 weltweit über 2'300 Finanzinstitute die sechs PRI-Grundprinzipien¹³⁵ übernommen und erstatten regelmässig Bericht über ihren diesbezüglichen Fortschritt.¹³⁶

Parallel dazu haben die EU und Regierungen weltweit sich mit der Unterzeichnung des Pariser Übereinkommens zum Klimaschutz¹³⁷ und der UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung¹³⁸ zum Ziel einer nachhaltigeren Wirtschaft

¹³⁴ „Der UN Global Compact und die OECD-Richtlinien für multinationale Unternehmen sind zwei der wichtigsten freiwilligen Initiativen zur Förderung nachhaltiger Geschäftspraktiken. Die Initiativen ergänzen sich in dem Ziel, einen verantwortungsbewussteren und rechenschaftspflichtigeren Unternehmenssektor zu schaffen, sind jedoch auch eigenständig und einzigartig. Sie verfügen über ergänzende Mechanismen für Engagement und Rechenschaftspflicht. Zusammen definieren und verbessern sie die Beziehung zwischen Unternehmen und internationalen Standards und bieten heute ein umfassendes Modell für verantwortungsvolle Geschäftspraktiken.“, Webseite UN Global Compact (abrufbar unter <<https://www.unglobalcompact.org/about/faq>>); „Die OECD-Leitsätze sind die ältesten umfassenden Verhaltensnormen, die Unternehmen einen Rahmen für Corporate Social Responsibility (CSR) bieten. Sie wurden auf multilateralem Weg verhandelt und 1976 verabschiedet. Sie sollten gewährleisten, dass die Aktivitäten multinationaler Unternehmen im Einklang mit den staatlichen Politiken stehen, die Vertrauensbasis zwischen den Unternehmen und dem jeweiligen Gastland gestärkt, das Klima für ausländische Investitionen verbessert und der Beitrag der multinationalen Unternehmen zur nachhaltigen Entwicklung gesteigert werden. Die Prinzipien beruhen auf Freiwilligkeit und haben keinen rechtlich verbindlichen Charakter. Die Mitgliedstaaten haben sich jedoch verpflichtet, einen Nationalen Kontaktpunkt (NKP) zu führen, bei welchem Verstösse gegen die Leitsätze gemeldet werden können. Die NKPs können dann ein informelles Schlichtungsverfahren einleiten.“

¹³⁵ Die sechs PRI core principles sind die folgenden: Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes. Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices. Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest. Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry. Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles. Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

¹³⁶ Gemäss dem Bain & Company 2020 Global Private Equity Report waren es im März 2020 dann bereits 2'400 Finanzinstitute, welche Vermögen im Umfang von nicht weniger als USD 86 Billionen verwalten; KENT, 1.

¹³⁷ Siehe <https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_de>.

¹³⁸ Siehe <<https://www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda/>>.

und Gesellschaft bekannt. Die EU handelte nach diesen Zielen, indem u.a. die Europäische Kommission im März 2018 mit dem Aktionsplan für ein nachhaltiges Finanzwesen und für eine umweltfreundlichere und sauberere Wirtschaft einen rechtlichen Rahmen schaffte, der die ESG-Aspekte in den Mittelpunkt des Finanzsystems stellt. Nach dem Dafürhalten der Europäischen Kommission sollte dies den Übergang der EU-Wirtschaft zu einer umweltfreundlicheren und widerstandsfähigeren Kreislaufwirtschaft unterstützen.¹³⁹ Im Lichte der vielfältigen Diskussionen zu Klimaerwärmung, Treibhausgasemissionen, Ressourcenverknappung und prekären Arbeitsbedingungen sollten Investitionen nachhaltiger gestaltet werden und deshalb u.a. geklärt werden, inwieweit eine Pflicht zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten für Vermögensverwalter und institutionelle Anleger gelten sollte.¹⁴⁰

3. „ESG is good for business“ – Studien zu ESG und Anlageerfolg

Weiteren Schub erhielten Nachhaltigkeitsanliegen durch verschiedene in den letzten Jahren publizierte Studien, die zum Schluss kommen, dass eine starke Korrelation zwischen den Aspekten Umwelt, Soziales und Governance (Environmental, Social and Governance bzw. „ESG“) einerseits und dem finanziellen Abschneiden von Anlagen andererseits besteht.¹⁴¹ Damit standen in der breiteren Öffentlichkeit Corporate Social Responsibility, Nachhaltigkeit und ESG plötzlich nicht mehr klar im Widerspruch zur Gewinnmaximierung für Unternehmen, sondern sie wurden zu einem möglichen Mittel zur Erreichung dieses Ziels. So setzt sich nun zunehmend die Erkenntnis durch, dass ESG (auch) gut für's Geschäft ist.¹⁴²

4. ESG Reporting Standards

Allerdings kam in der ESG-Diskussion immer wieder die Problematik zur Sprache, dass geeignete Standards und Ratings fehlen, um dem ESG-Investieren

¹³⁹ EU-Kommission, 1.

¹⁴⁰ Weitere Massnahmen sind: (1) die Entwicklung eines Klassifikationssystems für nachhaltige Tätigkeiten und von Labels für nachhaltige Finanzprodukte, (2) der Einbezug von Nachhaltigkeitsaspekten in Aufsichtsvorschriften für Banken und Versicherungen, sowie (3) eine grössere Transparenz der Unternehmensbilanzen mittels Anpassung der Leitlinien für nichtfinanzielle Informationen in Sinne der Empfehlungen der Task Force „Klimabezogene Finanzinformationen“ (TCFD), EU-Kommission, 1 f.

¹⁴¹ Siehe beispielsweise die Harvard Business School Studie von KHAN/SERAPEIM/YOON, 1 ff.; Arabesque, 1 ff. mit Hinweisen auf verschiedene weitere Studien. Allerdings gibt es auch mehrere Studien, die zum gegenteiligen Ergebnis kommen und wieder andere kommen zum Schluss, dass ESG-Kriterien keinen Einfluss auf die Rendite haben; vgl. HERGER, 1 f.

¹⁴² KENT, 1 f.

auf breiter Basis zum Durchbruch zu verhelfen und verschiedene Investitionsalternativen hinsichtlich ESG-Aspekten für einen Investor auf einfache Art und Weise vergleichbar zu machen. Nun scheint auch dieses Problem gelöst zu sein:

Im Januar 2020 teilte BlackRock mit, dass es von Portfoliogesellschaften ab Jahresende ein Sustainability-Reporting nach den Standards des Sustainability Accounting Standards Board (SASB)¹⁴³ und den Empfehlungen der Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)¹⁴⁴ erwartet.¹⁴⁵ BlackRock verschaffte seiner Forderung Nachdruck mit der unverhohlenen Drohung, BlackRock „will be increasingly disposed to vote against management and board directors when companies are not making sufficient progress on sustainability-related disclosures and [...] plans underlying them.“¹⁴⁶ Inzwischen haben mehrere andere Finanzinstitute ähnliche Verlautbarungen veröffentlicht.¹⁴⁷ Es ist zu erwarten, dass mit dem Ritterschlag durch BlackRock diese Standards international noch relevanter werden.

¹⁴³ Die non-profit Organisation Sustainability Accounting Standards Board (SASB) lancierte im November 2018 77 industriespezifische Reporting Standards für ESG. Gemäss eigenen Angaben hatten schon ein Jahr später 120 Firmen diese Standards übernommen; davon waren 76 amerikanische und 44 nicht-amerikanische Gesellschaften; ASHWELL, 1.

¹⁴⁴ 2017 veröffentlichte die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) Das Mission-Statement dieser Organisation lautet wie folgt: „The FSB Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) will develop voluntary, consistent climate-related financial risk disclosures for use by companies in providing information to investors, lenders, insurers, and other stakeholders.“ Sie wurden u.a. von Michael Bloomberg unterstützt: „Increasing transparency makes markets more efficient, and economies more stable and resilient.“ (abrufbar unter <<https://www.fsb-tcfd.org/about/#>>).

¹⁴⁵ FINK, 1 f.

¹⁴⁶ FINK, 1 f.

¹⁴⁷ Vgl. z.B. den „letter to directors of public companies“, welchen der President and CEO von State Street Global Advisors (SSgA), Cyrus Taraporevala, am 3. Februar 2020 veröffentlichte. Darin wies er darauf hin, SSgA's Fokus auf finanziell wesentliche ESG-Aspekte sei „a matter of value, not values“. Er bestätigte auch, „SSgA will go beyond engagement and deploy its voting power in director elections to accelerate corporate action on ESG“. Nach Ansicht von SSgA, „fewer than 25% of the companies we've evaluated have meaningfully identified, incorporated and disclosed material ESG issues into their strategies.“

5. ESG und Private Equity

Auch in der Welt von Private Equity ist ESG seit einiger Zeit angekommen.¹⁴⁸ Über den Hebel insbesondere institutioneller Anleger ist das Thema u.a. beim Fundraising aktuell geworden.¹⁴⁹ So gibt es kaum einen grossen Fonds, der sich ESG nicht auf die Fahne geschrieben hat¹⁵⁰, auch in der Schweiz¹⁵¹. Einige grös-

¹⁴⁸ Die PRI zählt 23 Unterzeichner mit dem Wort Private Equity im Namen (abrufbar unter <<https://www.unpri.org/searchresults?qkeyword=private%20equity&PageSize=10¶meters=WVSECTIONCODE%7C1018&cmd=ReplaceKeyword&val=private%20equity>>).

¹⁴⁹ „Skeptics will roll their eyes and say they’ve seen this movie before (cue the 1990s sustainable investing craze that produced little in the way of returns or environmental impact). But a growing number of private equity firms know that conditions have changed dramatically over the past 20 years. If they haven’t built environmental, social and governance standards into their investment strategies already, GPs are fielding uncomfortable calls from their limited partners and employees asking why not.“, MACARTHUR et al., 1.

¹⁵⁰ Apollo Capital: „Responsible investment considers how environmental, social, and governance („ESG“) issues impact the firm, the companies in which Apollo-managed funds invest, the communities in which they operate, and the world at large. At Apollo, we have a long-term practice of using ESG factors in our investment management strategy and believe that careful attention to such factors makes good business sense.“ (abrufbar unter <<https://www.apollo.com/responsibility>>); Carlyle: „Companies that perform well on ESG issues which are material for their business financially outperform companies that don’t prioritize these issues, or that prioritize immaterial ESG issues. While sustainable growth looks different for each company, one thing remains the same – management teams that integrate ESG factors with rigor and nuance build businesses that create more sustainable long-term value.“ (abrufbar unter <<https://www.carlyle.com/impact/sustainable-growth>>); Texas Pacific Group: „For TPG, sustainability is an important factor during due diligence and remains a key part of our long-term relationship with companies post investment. Our Environmental, Social, and Governance (ESG) team works closely with portfolio companies to identify areas for improvement and value creation across operational initiatives such as energy efficiency, waste reduction and water efficiency. We also look to develop revenue-creation opportunities, such as creating more sustainable products and services, as well as stakeholder engagement opportunities such as supplier and NGO partnerships.“ (abrufbar unter <<https://www.tpg.com/engagement/sustainability>>).

¹⁵¹ Capvis: „All unser Handeln hat Auswirkungen, daher setzen wir uns bei Capvis hohe ESG-Ziele (Environmental, Social, Governance) und überprüfen auch die möglichen Investments unter diesen Aspekten. ESG-Gesichtspunkte fliessen in unsere Entscheidungen ein und sind Teil des Investitionsprozesses. Zudem nutzen wir ESG als Basis für unsere Wertschöpfung. Wir streben in allen Belangen eine Vorbildfunktion an, sei es als Investor, Geschäftspartner oder Arbeitgeber.“ (abrufbar unter <<https://www.capvis.com/de/ueber-capvis/responsibility.html>>).

sere Fonds publizieren bereits eigentliche ESG Tätigkeitsberichte.¹⁵²

6. ESG und Venture Capital

Man muss kein Hellseher sein, um vorauszusehen, dass ESG auch für Venture Capital-Unternehmen zunehmend relevant sein wird. Denn wie gesagt, die gemessen an der Marktkapitalisierung grössten Unternehmen der Welt haben als Venture Capital-finanzierte Start-up-Unternehmen angefangen.¹⁵³ Heute müssten sich im Rahmen der Kapitalbeschaffung auch Amazon und Google bereits in einer sehr viel früheren Entwicklungsphase Fragen zu ihrer ESG-Strategie stellen lassen. Es ist nur eine Frage der Zeit, dass die Ansprüche, die man heute an börsenkotierte Unternehmen, institutionelle Anleger, Private Equity-Fonds und deren Portfoliogesellschaften stellt, auch im Venture Capital-Bereich auf breiter Front Geltung beanspruchen werden.¹⁵⁴

Einige Venture Capital-Investoren haben dies bereits verinnerlicht.¹⁵⁵ Im Januar 2020 verpflichteten beispielsweise Earlybird und 20 weitere führende Wagniskapitalgeber Deutschlands sich und Portfolio-Unternehmen zur Nachhaltigkeit; in Zusammenarbeit mit der Initiative Leaders for Climate Action

¹⁵² Beispielsweise TPG (abrufbar unter <<https://www.tpg.com/sites/default/files/2019-05/2019%20GES%20Report.pdf>>), Carlyle (abrufbar unter <https://www.carlyle.com/sites/default/files/reports/carlyleccr2019.pdf>>) und Apollo Capital (abrufbar unter <<https://www.apollo.com/~media/Files/A/Apollo-V2/documents/apollo-2019-esg-report.pdf>>).

¹⁵³ POLLMAN, 2 mit weiteren Hinweisen.

¹⁵⁴ Auf der UNPRI-Webseite „With a strong emphasis on stewardship, and close contact between the GP and company management, private equity is naturally suited to responsible investment. A systematic and informed approach to identifying and managing ESG issues across the portfolio will protect, and can significantly enhance, investment value. Responsible investment is also a marker of the operational excellence of the fund itself, demonstrating transparent and strategic fund management“, <<https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-private-equity/4941.article>>

¹⁵⁵ So z.B. EARLYBIRD CAPITAL: „With EUR 1.5 billion under management, seven IPOs and 30 trade sales, Earlybird is one of the most successful venture capital firms in Europe. Beyond delivering financial returns, we clearly see our own entrepreneurial responsibility for the environment as well as society and strive to make a positive contribution towards solving the global climate crisis. We are committed to running our own operations in a more eco-sustainable way and offset the residual carbon-footprint while expecting the same from our portfolio companies.“ (abrufbar unter <<https://earlybird.com/>>).

(LFCA)¹⁵⁶ wurde eine Sustainability Clause entwickelt, die konkrete Massnahmen umfasst, und sowohl in zukünftige Termsheets als auch Aktionärbindungsverträge, also dem Regelwerk zwischen Investor und Unternehmen, integriert wird.¹⁵⁷

Mit dem vermehrten Konsens, dass sich ESG-Faktoren gewinnerhöhend und risikomindernd auswirken, ist ESG deshalb nicht mehr nur eine Frage der Überzeugung, sondern auch der Wertschöpfung geworden. Dies gilt auch für kleinere und mittlere Unternehmen.¹⁵⁸ Im härter werdenden Wettstreit um Kapital ist es im Venture Capital-Bereich heute ein Vorteil, wenn man sich diesbezüglich bereits die notwendigen Überlegungen gemacht hat und diese auch in die Strategie einfließen lässt.¹⁵⁹ Heute mag es noch ein kompetitiver Vorteil sein, morgen ist es voraussichtlich schon Pflichtprogramm. Es besteht also Handlungsbedarf für Portfoliogesellschaften.

Es ist aber nicht nur der Druck seitens potenzieller Investoren, der bei Venture Capital-Unternehmen nachhaltige Unternehmensführung zum Durchbruch verhelfen wird. V.a. die jüngere Unternehmergeneration ist ohnehin sehr sensibilisiert auf Umweltthemen wie z.B. ihren eigenen CO₂-Fussabdruck.¹⁶⁰ Einige Unternehmen haben darüber hinaus den Anspruch, mit ihren Innovationen aktiv zur Bewältigung virulenter Probleme im ESG-Bereich beizutragen. Für

¹⁵⁶ Unter diesem Namen hatten sich im August 2019 ursprünglich 100 Startup-Gründer zusammengeschlossen und unter anderem eine CO₂-Bepreisung in Deutschland von mindestens 50 Euro pro Tonne gefordert. Inzwischen sind es bereits 980. Siehe <<https://www.lf-ca.earth>>.

¹⁵⁷ EARLYBIRD, 1: „Die Klausel verpflichtet Unternehmen ihren CO₂ Ausstoß zu messen, Reduktionsmaßnahmen wie beispielsweise eine Anpassung der Reiserichtlinien (Bevorzugung von Bahn statt Flugzeug) oder das Umsteigen auf einen grünen Stromanbieter zu implementieren. Außerdem sollen Kompensationsmaßnahmen, also die Finanzierung von Klimaprojekten, unter Verwendung der striktesten internationalen Zertifizierungsstandards (Gold Standard o.Ä.) evaluiert und in die Budgetplanung mit aufgenommen werden. Die Klausel beinhaltet zusätzlich, dass auch Mitarbeiter, Partner, Lieferanten und Kunden für den Klimaschutz sensibilisiert werden sollen.“

¹⁵⁸ Vgl. SECO, Nachhaltiger Erfolg, 1 ff.

¹⁵⁹ WISEMAN, 1 ff.

¹⁶⁰ EARLYBIRD, 1: „Viele Unternehmer der neuen Generation sind sehr sensibel für den CO₂-Footprint ihrer Unternehmen und wollen im Rahmen ihrer wirtschaftlichen und technologischen Möglichkeiten einen positiven Beitrag zur Lösung der Klimakrise leisten. Wir untermauern dieses Momentum durch die Klausel und LFCA hilft unseren Portfolio-Unternehmen bei der konkreten Umsetzung.“

junge, zukunftssträchtige Venture Capital-Unternehmen sind ESG-Aspekte damit nicht nur eine Frage der eigenen Wertsteigerung, sondern auch eine Frage der Überzeugung¹⁶¹, und das ist gut so.

Literaturverzeichnis

Internet-Fundstellen wurden zuletzt am 11. Januar 2021 besucht und aktualisiert.

ARABESQUE, Big data and ESG – Two megatrends shaping asset management, in: The Startup, publiziert am 12. Januar 2018 (abrufbar unter <<https://medium.com/swlh/big-data-and-esg-two-megatrends-shaping-asset-management-3a82d606a8bd>>).

ASHWELL BEN, More than 100 companies using SASB standards, IR Magazine, publiziert am 12. Dezember 2019 (abrufbar unter <<https://www.irmagazine.com/reporting/more-100-companies-using-sasb-standards>>).

BÖCKLI PETER, Insiggeschäfte und Interessenskonflikte im Verwaltungsrat: Heutige Rechtslage und Blick auf den kommenden Art. 717a E-OR, GesKR 2012, 354 ff. (zit. BÖCKLI, Insiggeschäfte).

BÖCKLI PETER, Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtsratssystems, in: Handbuch Corporate Governance, Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Stuttgart 2003, 201 ff. (zit. BÖCKLI, Konvergenz).

BÖCKLI PETER, Kritischer Blick auf die Botschaft und den Entwurf zur Aktienrechtsrevision 2016, GesKR 2017, 133 ff. (zit. BÖCKLI, Kritischer Blick).

BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009 (zit. BÖCKLI, Aktienrecht).

BÖCKLI PETER/BÜHLER CHRISTOPH, Rechtliche Grenzen einer Selbstbehinderung der Aktiengesellschaft durch ihre Statuten, in: Vogt/Stupp/Dubs (Hrsg.), Liber Amicorum ROLF WATTER, Zürich 2008, 37 ff.

BÜHLER CHRISTOPH B., Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich 2009 (zit. BÜHLER, Regulierung).

BÜHLER CHRISTOPH B./SPICHTIN NICOLAS, Vertretungsmacht bei nicht statutenkonformer Zusammensetzung oder Interessenkonflikt des Verwaltungsrates, Besprechung des Urteils 4A_147/2014 des schweizerischen Bundesgerichts vom 19. November 2014 sowie des zugrunde liegenden Urteils HG110172 des Handelsgerichts Zürich vom 22. Januar 2014, GesKR 2015, 150 ff.

BÜRGI WOLFHART, aArt. 716 OR, Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Art. 698–730, Zürich 1969 (zit. ZK-BÜRGI).

DÄNIKER DANIEL, in: VegüV – Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, Oser/Müller (Hrsg.), 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. PK-DÄNIKER).

¹⁶¹ In Anlehnung an das geflügelte Wort des CEO von State Street Capital (vgl. Fn. 82): ESG-Aspekte sind für Venture Capital-Unternehmen „a matter of values, not value“.

- EARLYBIRD, Ausbau des Global Compact in der Schweiz, publiziert am 28. Mai 2015 (abrufbar unter <<https://www.economiesuisse.ch/de/artikel/ausbau-des-global-compact-der-schweiz>>).
- ECONOMIESUISSE, Ausbau des Global Compact in der Schweiz, publiziert am 28. Mai 2015 (abrufbar unter <<https://www.economiesuisse.ch/de/artikel/ausbau-des-global-compact-der-schweiz>>).
- EUROPÄISCHE KOMMISSION, Nachhaltiges Finanzwesen: Aktionsplan der Kommission für eine umweltfreundlichere und sauberere Wirtschaft, Pressemitteilung vom 8. März 2018 (abrufbar unter <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP_18_1404>).
- FINK LARRY, Letter to CEOs, publiziert Januar 2020 (abrufbar unter <<https://www.black-rock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>>).
- FORSTMOSER PETER, Monistische oder dualistische Unternehmensverfassung? Das Schweizer Konzept, ZGR 32 (2003) 688 ff. (zit. FORSTMOSER, Unternehmensverfassung).
- FORSTMOSER PETER, Organisation und Organisationsreglement der Aktiengesellschaft, Zürich 2011 (zit. FORSTMOSER, Organisation).
- FORSTMOSER PETER/KÜCHLER MARCEL, Aktionärbindungsverträge – Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich/Basel/Genf 2015.
- GERICKE DIETER, Entsandter Verwaltungsrat – Entsendender Fonds – Portfoliogesellschaft: Eine rechtliche Analyse des „Ménage à Trois“, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity IV, Zürich 2014, 125 ff.
- GERICKE DIETER/WALLER STEFAN, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 5. Aufl., Basel 2016 (zit. BaK-GERICKE/WALLER).
- GLOBAL COMPACT NETWORK SWITZERLAND, Die weltweit grösste Initiative für verantwortungsvolle Unternehmensführung, 1 ff. (abrufbar unter <https://309e4abd-9298-41f1-8abc-976fad514447.filesusr.com/ugd/dldec8_fe4514c2f9a04921a271491da7d1b877.pdf>).
- HERGER PATRICK, Die definitive Antwort auf die Frage, ob nachhaltige Investments höhere Renditen bringen oder tiefere, NZZ vom 21. Mai 2019 (abrufbar unter <<https://www.nzz.ch/finanzen/fonds/bringen-nachhaltige-investments-hoehere-renditen-die-definitive-antwort-ld.1482117>>).
- HOFFMANN-NOWOTNY URS H., Gemeinsame Einklagung für den Gesamtschaden – Versuch einer prozessualen Einordnung von Art. 759 Abs. 2 OR, in: Vertrauen – Vertrag – Verantwortung – Festschrift für HANS CASPAR VON DER CRONE zum 50. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2007, 427 ff.
- HUNGERBÜHLER IVO W., Der Verwaltungsratspräsident, Zürich/Basel/Genf 2003.
- KENT PHILIPPA, Bain report: ESG is good for business, publiziert am 3. März 2020 (abrufbar unter <<https://www.privatefundscfo.com/bain-report-esg-is-good-for-business/>>).
- KNOBLOCH STEFAN, Joint Ventures: Vertrags- und gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten, GesKR 2013, 551 ff.
- KRNETA GEORG, Praxiskommentar Verwaltungsrat, 2. Aufl., Bern 2005.

- MACARTHUR HUGH et al., Investing with Impact: Today's ESG Mandate in Private Equity, Are environmental, social and governance concerns compatible with strong fund performance?, publiziert am 24. Februar 2020 (abrufbar unter <<https://www.bain.com/in-sights/esg-investing-global-private-equity-report-2020/>>).
- MÜLLER MARTIN, L., Art. 7 VegüV, in: Roberto/Trüb (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. CHK-MÜLLER)
- MÜLLER ROLAND, HR-Committees: Bedeutung von Nominierungs- und Entschädigungsausschüssen auf Stufe Verwaltungsrat, AJP 2013, 315 ff. (zit. HR-Committees).
- NOBEL PETER, Transnationales und Europäisches Aktienrecht, Bern 2006.
- POLLMAN ELIZABETH, Startup Governance, University of Pennsylvania Law Review 2019, Vol. 168, 155 ff. (zit. nach dem Separatdruck, abrufbar unter <<https://ssrn.com/abstract=3352203>>).
- KHAN MOZAFFAR N./SERAPEIM GEORGE/YOON AARON, Corporate Sustainability: First Evidence of Materiality, Harvard Business School Working Paper, No. 15-073, March 2015 (abrufbar unter <<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:14369106>>).
- STAATSSSEKRETARIAT FÜR WIRTSCHAFT SECO, OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen (zit. OECD-Leitsätze) (abrufbar unter <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik_Wirtschaftliche_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/OECD-Guidelines.html>).
- STAATSSSEKRETARIAT FÜR WIRTSCHAFT SECO UND EIDGENÖSSISCHES DEPARTEMENT FÜR AUSWÄRTIGE ANGELEGENHEITEN EDA IN ZUSAMMENARBEIT MIT DEM GLOBAL COMPACT NETZWERK SCHWEIZ, Nachhaltiger Erfolg dank verantwortlicher Unternehmensführung – Menschenrechtliche Sorgfalt von Schweizer KMUs (zit. Nachhaltiger Erfolg) (abrufbar unter <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Publikationen_Dienstleistungen/Publikationen_und_Formulare/Aussenwirtschafts/broschueren/Menschenrechtliche_Sorgfalt_Schweizer_KMUs.html>).
- SWISS CODE OF BEST PRACTICE FOR CORPORATE GOVERNANCE vom 25. März 2002, economiesuisse (Hrsg.), Zürich 2002 (zit. Swiss Code), erweitert durch Anhang 1 vom 6. September 2007, aktualisiert 2007, 2014 und 2016 (abrufbar unter <https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/economiesuisse_swisscode_d_web.pdf>).
- TANNER BRIGITTE, Quoren für die Beschlussfassung in der Aktiengesellschaft, Zürich/Basel/Genf 1987.
- TARAPOREVALA CYRUS, CEO Letter to Board Members Concerning 2020 Proxy Voting Agenda, publiziert am 3. Februar 2020 (abrufbar unter <<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/03/ceo-letter-to-board-members-concerning-2020-proxy-voting-agenda/>>).
- TRIPPEL MICHAEL, Mitwirkungsrechte von Investoren – Ausgestaltung von Quoren in der Generalversammlung und im Verwaltungsrat, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity, Zürich/Basel/Genf 2011, 67 ff.
- TRIPPEL MICHAEL/JAISLI KULL NADIA, Das Investment in der Krise – Sind Aktionärbindungsverträge Schönwetterverträge?, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity IV, Zürich/Basel/Genf 2014, 201 ff.

- VON DER CRONE HANS CASPAR, Arbeitsteilung im Verwaltungsrat, in: Baer (Hrsg.), Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, Bern 2006, 79 ff.
- WALDBURGER MARTIN, Die Gleichbehandlung von Mitgliedern des Verwaltungsrates, St. Gallen 2002.
- WATTER ROLF/ROTH PELLANDA KATJA, Art. 716 a in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 5. Aufl., Basel 2016 (zit. BaK-WATTER/ROTH PELLANDA).
- WERNLI MARTIN/RIZZI MARCO A., Art. 712 in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 5. Aufl., Basel 2016 (zit. BaK-WERNLI/RIZZI).
- WISEMAN LAUREEN, The Importance of ESG for Tech Startups, publiziert in: Entrepreneurship & Startup, online business, Starting a business, 27. Dezember 2018 (abrufbar unter <<https://turnkeywebsitehub.com/the-importance-of-esg-for-tech-startups/>>).

KISS und SAFE: Neue Strukturen für Venture Investments

Dieter Gericke/Margrit Marti*

Inhalt

I.	Einleitung	73
1.	Das Finanzierungs- bzw. Bewertungsdilemma bei Seed-Finanzierungen	73
2.	Lösungsmodelle und -prinzip	74
II.	KISS und SAFE nach den US-Vorlagen	74
1.	Ursprung und Definition	74
a)	Y Combinator: SAFE	75
b)	500 Startups: KISS	75
2.	Konzept und Anwendungsbereich	76
3.	Grundstruktur von KISS und SAFE	77
4.	Aufbau und Varianten von KISS und SAFE	78
a)	Aufbau und Varianten des KISS	78
b)	Aufbau und Varianten des SAFE	79
5.	Analyse der wichtigsten Bestimmungen	80
a)	Finanzierungsrunde als Auslöser für den Aktienerwerb	80
aa)	Grundsätze zur Wandlung in der nächsten Finanzierungsrunde	80
bb)	Finanzierungsrunde beim KISS	81
cc)	Finanzierungsrunde beim SAFE	82
dd)	Preisbestimmung mittels Discount und Valuation Cap	82
ee)	Vorzugsaktien bei KISS und SAFE	84
b)	Transaktion als Auslöser für eine Zahlung	85
c)	Sonderfall: Auflösung der Gesellschaft beim SAFE	87
d)	„Maturity Date“ beim KISS	87
e)	Weitere Rechte der Investoren	88
aa)	Most Favored Nation	88
bb)	KISS: Rechte bedeutender Investoren	89
cc)	SAFE: Bezugs- und Dividendenrechte	90
6.	Weitere Bestimmungen	90
7.	Gegenüberstellung von KISS und SAFE	91

* Die Autoren danken Dr. iur. RETO HEUBERGER, LL.M., dipl. Steuerexperte, sowie STEFAN OESTERHELT, LL.M., dipl. Steuerexperte, für ihre wertvollen steuerrechtlichen Hinweise.

III.	KISS- und SAFE-Strukturen nach Schweizer Recht	93
1.	Ausgestaltung als Eigenkapitalinstrument?	93
a)	Eigenkapitalzuschuss mit aufgeschobener Aktienausgabe?	93
aa)	Kapitalerhöhung und Liberierung?	94
bb)	Eigenkapitalzuschuss?	96
cc)	Zwischenfazit	97
b)	Vorzugsaktien oder Genussscheine mit Bezugsrecht zum Nennwert?	98
aa)	Bezugsrecht als Recht auf Bezug einer künftig zu bestimmenden Aktienkategorie	98
bb)	Ausgabe von Vorzugsaktien mit Bezugsrecht	100
cc)	Ausgabe von Genussscheinen mit Bezugsrecht?	100
c)	Optionen mit Ausübungspreis zum Nennwert?	101
d)	Fazit: Keine sinnvolle Ausgestaltung als Eigenkapitalinstrument	103
2.	Ausgestaltung als Schuldinstrument (Darlehen)	103
a)	Wandeldarlehen	104
aa)	Darlehenskonditionen	104
bb)	Wandlungsmechanismen	106
aaa)	Pflichtwandlung bei Finanzierungsrunde	106
bbb)	Wandelrecht der „Majority in Interest“ ab „Maturity Date“	107
ccc)	Wahlrecht des Investors bei Kontrollwechseltransaktion	109
ddd)	Weitere vertragliche Wandlungsbestimmungen	109
cc)	Weitere Erwägungen unter Schweizer Recht	110
aaa)	Kapitalschutz	110
bbb)	Vermeidung der steuerlichen Qualifikation als Anleihen	110
b)	Bereitstellung von Aktien bei Wandlung	111
aa)	Kapitalerhöhung zur Deckung der Pflichtwandlung bei Finanzierungsrunde	111
bb)	Bedingtes Kapital zur Deckung der Wandelrechte	113
cc)	Weitere aktienrechtliche Erwägungen	116
c)	Zusicherungen der Gesellschaft	118
d)	Einräumung von weiteren Rechten	120
e)	Aktionärbindungsvertrag	121
IV.	Schlussfolgerungen für die Umsetzung in der Praxis	122
	Literaturverzeichnis	124
	Vorlagen, Materialien, Studien und weitere Quellen	125

I. Einleitung

1. Das Finanzierungs- bzw. Bewertungsdilemma bei Seed-Finanzierungen

Mit der positiven Entwicklung der Schweizer Startup-Szene haben auch Seed-Finanzierungen in den letzten Jahren in der Schweiz an Bedeutung gewonnen. Der Swiss Venture Capital Report 2020 zeigt, dass in den letzten zwei Jahren die Anzahl von Seed-Finanzierungsrunden stark zugenommen hat, und verzeichnet im Jahr 2019 einen Anstieg um 36% mit 91 Finanzierungsrunden im Gesamtbetrag von knapp CHF 100 Millionen.¹

„Seed Stage“ bezeichnet üblicherweise die erste Finanzierungsphase eines Startup-Unternehmens, in welcher die Gründer lediglich eine Geschäftsidee haben. Ziel dieser ersten Phase ist es, diese Geschäftsidee zu entwickeln und auf deren Umsetzbarkeit und Marktfähigkeit zu prüfen, auf dieser Grundlage einen Business Plan zu entwerfen und einen Prototypen des geplanten Produktes zu erstellen.²

Zusätzlich zu den eigenen Mitteln der Gründer sowie Investitionen nahestehender Personen können Startups bereits in dieser frühen Phase von nicht unbeträchtlichen Investitionen durch Business Angels, Venture Capital-Fonds und strategische oder andere Investoren abhängig sein. Um solche Investoren zu gewinnen, sind Startups in dieser Phase oft mit einem Huhn- und Ei-Problem konfrontiert. Die Gründer haben zwar eine Geschäftsidee, aber noch keinen „proof of concept“, geschweige denn einen belastbaren Businessplan. Sie müssen zunächst eine erste Version ihres Produktes entwickeln, dessen Marktfähigkeit analysieren und dafür unter Umständen erste Mitarbeiter einstellen und Leistungen Dritter in Anspruch nehmen. Klassische Finanzierungsarten wie Bankdarlehen stehen solchen Startups mangels positivem Cash-Flow und mangels Substanz zur Gewährung von Sicherheiten nicht zur Verfügung. Eigenkapitalfinanzierungen können aber auch schwierig sein, weil die Bewertung eines solchen Startups als Voraussetzung für eine erste Finanzierungsrunde mit Venture Capital-Investoren oft nicht verlässlich ist. Rückblickend ist daher häufig festzustellen, dass Seed-Investoren für Ihre Beteiligung zu viel bezahlt oder die Gesellschaft bzw. Gründer zu wenig erhalten haben. Somit ergibt sich das Dilemma, dass Investoren das Potential eines Startups erst in einem späteren Stadium wirklich bewerten können, die Gesellschaft jedoch ein Investment benötigt, um überhaupt in dieses Stadium zu gelangen.

¹ Swiss Venture Capital Report 2020, 20 f.

² FRICK, N 82; vgl. auch <<https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/seed-stage-43208>>.

Zudem bedingt ein Eigenkapitalinvestment oft schon eine ausgeklügelte Corporate Governance sowie relativ komplexe Investment- und Aktionärsbindungsverträge mit verschiedenen Aktienkategorien, was in dieser allerersten Phase eines Unternehmens unverhältnismässig sein kann. Ausserdem möchten sich (insbesondere, aber nicht nur strategische) Seed-Investoren oft ohne weiteren Aufwand von Ihrem Investment trennen können, wenn sich das Startup als nicht erfolgsträchtig erweist. Gezeichnete Aktien lassen sich aber nicht einfach beseitigen und die Rückgabe an die Gesellschaft oder die Gründer kann Steuer- und andere unerwünschte Folgen auslösen.

2. Lösungsmodelle und -prinzip

Dieser Beitrag untersucht zunächst die in der US-Praxis entwickelten, als „KISS“ bzw. „SAFE“ bezeichneten Modelle, um das erwähnte Finanzierungs- bzw. Bewertungsdilemma anzugehen. Sodann wird die Umsetzung dieser Lösungsansätze unter schweizerischem Gesellschafts- und Vertragsrecht diskutiert.

Das Grundprinzip dieser Lösungsansätze besteht darin, dass der Seed-Investor der Gesellschaft sofort Mittel zur Verfügung stellt, während die Art, Rechte und Anzahl der hierfür auszugebenden Aktien sowie deren Ausgabepreis erst in der nächsten grösseren Finanzierungsrunde festgelegt werden und sich von jener ableiten. Mit diesem Trick, der auch hierzulande in der einen oder anderen Form schon Verwendung fand,³ lässt sich das oben dargestellte Dilemma überwinden.

II. KISS und SAFE nach den US-Vorlagen

1. Ursprung und Definition

KISS⁴ und SAFE⁵ sind von Accelerator bzw. Venture Capital-Firmen aus dem Silicon Valley herausgegebene Standarddokumente für Seed-Finanzierungen, welche insbesondere die Herausgeber selbst benutzen wollen, aber generell zur standardisierten Verwendung vorgesehen wurden. Die Vorlagen werden von ihren jeweiligen Herausgebern online zur Verfügung gestellt und können von deren Webseiten im Word-Format frei heruntergeladen werden.⁶

³ Zur Analyse unter Schweizer Recht siehe unten, III.

⁴ Abrufbar unter <<https://500.co/kiss/>>.

⁵ Abrufbar unter <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>>.

⁶ Zur Verbreitung in der Praxis siehe unten, II.2.

Die Akronyme wurden von den Herausgebern dieser Dokumente bewusst gewählt, um deren Einfachheit zu betonen. So ist KISS die Abkürzung für „Keep It Simple Security“, während SAFE für „Simple Agreement for Future Equity“ steht.

a) *Y Combinator: SAFE*

Im Jahre 2013 gab Y Combinator, ein Startup Accelerator, die erste Fassung seiner SAFE-Vorlagen heraus. Im September 2018 veröffentlichte Y Combinator dann eine aktualisierte Fassung seiner SAFE-Vorlagen, den sog. „post-money“ SAFE. Y Combinator beabsichtigte mit den SAFE-Vorlagen, Startups ein flexibles, einfaches und ausgewogenes Finanzierungsinstrument zur Verfügung zu stellen, welches Startups und Investoren bei der Verhandlung der Bedingungen eines Investments Zeit und Geld sparen soll.⁷

Y Combinator organisiert unter anderem zweimal jährlich ein dreimonatiges Programm für Startups in der Seed-Phase, im Rahmen dessen Y Combinator den Startups bei der Entwicklung ihrer Ideen hilft, bei der Gründung der Gesellschaft unterstützt und sie im Umgang mit Investoren schult.⁸ Dabei investiert Y Combinator gemäss eigenen Angaben USD 125'000 in jedes teilnehmende Startup für eine Beteiligung von sieben Prozent basierend auf der eigenen SAFE-Vorlage.⁹ Aus dem Y Combinator sind beispielsweise Airbnb und Dropbox hervorgegangen.¹⁰

b) *500 Startups: KISS*

Ein Jahr nach Y Combinator publizierte die Venture Capital-Firma 500 Startups am 3. Juli 2014 ihre KISS-Vorlagen mit folgender Schlagzeile auf ihrer Webseite:

„The KISS docs are designed to SAVE founders & investors TIME and MONEY. They're FREE legal docs you can use to RAISE MONEY quickly & easily, hopefully WITHOUT GETTING SCREWED.“¹¹

Wie der SAFE sollen auch die frei zugänglichen KISS-Vorlagen es Startups ermöglichen, schnell und einfach Finanzierungen mit Wandlungselementen

⁷ <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>>.

⁸ <<https://www.ycombinator.com/about/>>.

⁹ <<https://www.ycombinator.com/deal>>. Aufgrund der Ausgestaltung als „post-money“ SAFE reflektiert die Beteiligung von 7% den Anteil im Zeitpunkt der Wandlung, aber vor der Verwässerung durch die Finanzierungsrunde, welche die Wandlung auslöst.

¹⁰ <<https://www.ycombinator.com/topcompanies>>.

¹¹ <<https://500.co/kiss/>>.

durchzuführen. Die KISS-Vorlagen seien flexibel, aber nicht übermässig individualisierbar, einfach, aber mit allen erforderlichen Funktionen, und ausgewogen aus Sicht von Gesellschaft und Investoren.¹²

500 Startups ist eine Venture Capital-Firma mit Fokus auf Finanzierungen in der Anfangsphase, welche in über 2'500 Startups in mehr als 78 Ländern investiert hat. 500 Startups unterstützt zudem Jungunternehmen mit ihren eigenen Seed Accelerator-Programmen.¹³

2. Konzept und Anwendungsbereich

Sowohl KISS als auch SAFE sind so konzipiert, dass Gesellschaften unmittelbar mit Unterzeichnung dieser Instrumente Geld bei Investoren aufnehmen können und als Gegenleistung erst bei Wandlung der Instrumente anlässlich der nächsten Finanzierungsrunde Aktien ausgeben müssen. Die KISS- und SAFE-Investoren sollen dabei die gleiche Kategorie von Aktien erhalten, wie in dieser Finanzierungsrunde ausgegeben werden. Der Ausgabe- bzw. Wandlungspreis für die Aktien der KISS- und SAFE-Investoren ist im Zeitpunkt des Investments jedoch noch nicht bestimmt, sondern wird erst über den Ausgabepreis in der nächsten Finanzierungsrunde bestimmbar.¹⁴

Die KISS- und SAFE-Vorlagen sollen nach dem Konzept ihrer Verfasser grundsätzlich nicht abgeändert, sondern durch die Verwender lediglich in Bezug auf die kommerziellen Bedingungen, d.h. im Wesentlichen den Investmentbetrag und die Parameter für die Bestimmung des Wandlungspreises, ausgefüllt werden. Die Vorlagen erlauben jedoch die Anpassung an konkrete Bedürfnisse.

Obwohl KISS und SAFE seit deren Einführung in Startup-Blogs rege diskutiert werden, wurde deren tatsächliche Verbreitung bei US-Startups bisher kaum untersucht. Eine Umfrage von Thomson Reuters Practical Law bei Startup-Anwälten in den USA und Kanada im Frühling 2018¹⁵ hat jedoch gezeigt, dass bei Anwälten, die regelmässig mit Startups arbeiten, drei Viertel einen SAFE und knapp ein Drittel einen KISS schon verwendet haben. Bei den Startup-Anwälten in Kalifornien haben sogar 93% angegeben, dass sie Klienten bei einer Finanzierung mittels SAFE beraten haben.¹⁶ Im Vergleich zu

¹² <<https://500.co/kiss/>>.

¹³ <<https://500.co/press/>>.

¹⁴ Vgl. Ziff. 1(a) SAFE Standard und Ziff. 2.1 KISS Debt. Der Einfachheit halber wird nachfolgend auf die relevanten Bestimmungen des SAFE Standard sowie des KISS Debt als die jeweilige Standardversion verwiesen.

¹⁵ COYLE/GREEN, 108.

¹⁶ COYLE/GREEN, 113 f.

Eigenkapitalfinanzierungen und Wandeldarlehen haben die Startup-Anwälte in Kalifornien zudem geschätzt, dass KISS- und SAFE-Instrumente einen Anteil von 25% bei Seed-Finanzierungen ausmachen. In anderen, für ihre Startup-Szene bekannten US-Bundesstaaten wie New York oder Massachusetts wird der Anteil mit 15% bzw. 13% etwas tiefer eingeschätzt.¹⁷ Aus der Umfrage geht somit hervor, dass vor allem der SAFE in den USA bei Seed-Finanzierungen rege Verwendung findet.

3. Grundstruktur von KISS und SAFE

Der Ablauf einer KISS-/SAFE-Finanzierung gestaltet sich im Wesentlichen wie folgt:

1. Verhandlung und Unterzeichnung: Ein Startup vereinbart mit den potentiellen Investoren die kommerziellen Bedingungen des Finanzierungsinstrumentes und unterzeichnet dann die KISS-/SAFE-Vereinbarung mit jedem Investor einzeln.¹⁸ Zu den wesentlichen kommerziellen Bedingungen gehören der Investmentbetrag, ein sog. Valuation Cap und gegebenenfalls ein sog. Discount.¹⁹
2. Zahlung Investmentbetrag: Gleichzeitig bzw. unmittelbar nach der Unterzeichnung der Finanzierungsvereinbarung hat der jeweilige Investor den vereinbarten Investmentbetrag dem Startup zu überweisen.²⁰
3. Investitionsphase: Nach Erhalt des Investmentbetrages beginnt für das Startup die Investitionsphase. Das Startup kann die von den Investoren bereitgestellten Mittel für die Entwicklung der geplanten Geschäftsidee verwenden, z.B. um einen Prototypen des Produktes zu erstellen.
4. Eintritt eines auslösenden Ereignisses (Auslöser): Das Finanzierungsinstrument bleibt grundsätzlich ausstehend bis ein vertraglich vereinbartes, auslösendes Ereignis („Trigger“) eintritt. Dabei kann je nach Vorlage zwischen drei verschiedenen Auslösern unterschieden werden.

¹⁷ COYLE/GREEN, 116.

¹⁸ Vgl. Einleitungsklausel SAFE Standard und Einleitungsklausel KISS Debt.

¹⁹ Siehe unten, II.5.a).

²⁰ SAFE User Guide, 5; vgl. Einleitungsklausel KISS Debt: „for value received“.

Auslöser	Folgen	Vorlage
Finanzierungs- runde ²¹	Das Instrument wird in Vorzugsaktien derselben Kategorie gewandelt.	KISS und SAFE ²²
Kontrollwechsel- transaktion ²³	Die Investoren werden zu einem bestimmten Betrag ausbezahlt.	KISS und SAFE ²⁴
Auflösung oder Liquidation der Gesellschaft ²⁵	Die Investoren erhalten einen Anteil am Liquidationserlös in der Höhe des Investmentbetrages vorrangig gegenüber den Aktionären.	SAFE ²⁶
„Maturity Date“ ²⁷	Eine sog. „Majority in Interest“ kann die Wandlung des Instrumentes in eine im Voraus bestimmte Kategorie von Aktien (oder bei entsprechender Ausgestaltung die Rückzahlung) verlangen.	KISS ²⁸

4. Aufbau und Varianten von KISS und SAFE

Wie soeben dargestellt, basieren KISS und SAFE auf dem gleichen Grundkonzept und sind daher auch ähnlich aufgebaut.

a) Aufbau und Varianten des KISS

500 Startups hat zwei Varianten des KISS publiziert: (1) der KISS Debt, welcher als Wandeldarlehen ausgestaltet ist, und (2) der KISS Equity, welcher als Eigenkapitalinstrument konzipiert ist. Während der KISS Debt entsprechend eines Schuldscheins („loan note“) ein Versprechen der Gesellschaft enthält, den Investmentbetrag einschliesslich Zinsen nach dem „Maturity Date“ auf Verlangen zurückzuzahlen, wird der Investmentbetrag beim KISS Equity ohne Rückzahlungsanspruch *à fonds perdu* geleistet.

Ferner regelt der KISS Debt die auf dem Investmentbetrag geschuldeten Zinsen,²⁹ welche beim KISS Equity entfallen, und stellt klar, dass es sich um ein

²¹ Siehe unten, II.5.a).

²² Vgl. Ziff. 1(a) SAFE Standard und Ziff. 2.1 KISS Debt.

²³ Siehe unten, II.5.b).

²⁴ Vgl. Ziff. 1(b) und 1(d) SAFE Standard und Ziff. 2.2 KISS Debt.

²⁵ Siehe unten, II.5.c). Beim KISS wird die Auflösung oder Liquidation als Teil der Kontrollwechseltransaktion behandelt (vgl. Ziff. 1(c)(iv) KISS Debt).

²⁶ Vgl. Ziff. 1(c) und 1(d) SAFE Standard.

²⁷ Siehe unten, II.5.d).

²⁸ Vgl. Ziff. 2.3 KISS Debt.

²⁹ Vgl. Ziff. 1.1(e), 1.1(j), 2.1 bis 2.3 und 5.3 KISS Debt.

ungesichertes Darlehen handelt.³⁰ Beim KISS Equity steht aufgrund des Eigenkapitalcharakters die Priorität gegenüber den Stammaktionären im Vordergrund.³¹ Ansonsten sind die zwei KISS-Versionen identisch ausgestaltet.

Die beiden KISS-Vertragsversionen regeln neben diesen Charakteristika im Wesentlichen über insgesamt neun Seiten folgende Punkte:

1. Wandlung des KISS („*Conversion of the KISS*“): Im betreffenden Abschnitt wird geregelt, wie sich die verschiedenen auslösenden Ereignisse auf das KISS-Instrument auswirken.
2. Zusicherungen der Gesellschaft („*Representations and Warranties of the Company*“): Die Gesellschaft gibt den Investoren gegenüber gewisse Mindestzusicherungen ab.³²
3. Zusicherungen des Investors („*Representations and Warranties of the Investor*“): Jeder Investor gibt der Gesellschaft gegenüber gewisse Mindestzusicherungen ab, wobei diese vor allem durch die Regelungen des Securities Act von 1933 bedingt sind.
4. Sonstige Bestimmungen („*Miscellaneous*“): Im Rahmen der sonstigen Bestimmungen werden unter anderem gewisse zusätzliche vertragliche Rechte der Investoren wie Informations- und Bezugsrechte geregelt.³³

b) *Aufbau und Varianten des SAFE*

Im Gegensatz zum KISS sind alle vier Versionen des SAFE als Eigenkapitalinstrumente ausgestaltet. Der SAFE „*Post-Money Valuation Cap*“ gilt als die Standardversion.³⁴ Daneben hat Y Combinator drei Alternativversionen erstellt, welche sich gegenüber der Standardversion im Wesentlichen in Bezug auf die Bestimmung des Wandlungspreises unterscheiden. Die Version „*Post-Money Valuation Cap with Discount*“ enthält, wie die Bezeichnung bereits andeutet, zusätzlich zum sog. Valuation Cap einen Discount³⁵ und ist damit in Bezug auf den Wandlungspreis investorenfreundlicher und dem KISS am ähnlichsten. Bei der Variante „*Discount Only*“ wird der Wandlungspreis ausschliesslich über den vereinbarten Discount bestimmt, weshalb die durch den Valuation Cap bedingten Bestimmungen nicht enthalten sind. Schliesslich sieht die Version „*MFN Only*“ weder einen Valuation Cap noch einen Discount vor; vielmehr

³⁰ Vgl. Ziff. 5.5 KISS Debt.

³¹ Vgl. Ziff. 2.2 und Ziff. 5.14 KISS Equity.

³² Siehe unten, II.6.

³³ Siehe unten, II.5.e).

³⁴ SAFE User Guide, 3.

³⁵ Siehe unten, II.5.a)dd).

erfolgt die Wandlung zum gleichen Ausgabepreis wie in der nächsten Finanzierungsrunde. Die Investoren profitieren jedoch von einer sog. „Most Favored Nation“-Klausel.³⁶

Die vier SAFE-Versionen regeln im Wesentlichen die gleichen Punkte wie die KISS-Vorlagen, sind aber mit rund fünf Seiten um einiges kürzer. Dennoch gibt es inhaltliche Unterschiede zwischen den KISS- und SAFE-Vorlagen, welche nachfolgend anhand ausgewählter Regelungen dargestellt werden.

5. Analyse der wichtigsten Bestimmungen

a) Finanzierungsrunde als Auslöser für den Aktienerwerb

aa) Grundsätze zur Wandlung in der nächsten Finanzierungsrunde

Der KISS- bzw. SAFE-Investor erhält für seinen Investmentbetrag erst Aktien an der Gesellschaft, wenn diese eine Finanzierungsrunde durchführt. Eine solche Finanzierungsrunde liegt vor, wenn die Gesellschaft Vorzugsaktien ausgibt, um Geld aufzunehmen. Sowohl beim KISS als auch beim SAFE ist die nächste Finanzierungsrunde daher das wichtigste auslösende Ereignis, beim Eintritt dessen das Instrument automatisch, d.h. entsprechend einer Pflichtwandlung, in Vorzugsaktien umgewandelt wird. Dabei soll der KISS- bzw. SAFE-Investor grundsätzlich die gleiche Kategorie von Vorzugsaktien wie die Investoren in dieser Finanzierungsrunde erwerben.³⁷

Bei der nächsten Finanzierungsrunde bestimmt sich der Wandlungspreis, zu welchem der Investmentbetrag in Vorzugsaktien gewandelt wird, nach dem Ausgabepreis in der Finanzierungsrunde. Zu diesem Zweck vereinbaren die Gesellschaft und die Investoren den sog. Valuation Cap. Dieser bewirkt eine Obergrenze der Bewertung in der nächsten Finanzierungsrunde für den KISS- bzw. SAFE-Investor, indem der höchst mögliche Wandlungspreis pro Aktie dem Valuation Cap geteilt durch die vollständig verwässerte („fully-diluted“) Kapitalisierung der Gesellschaft unmittelbar vor der Finanzierungsrunde entspricht.³⁸

Zusätzlich vereinbaren die Parteien beim KISS sowie beim SAFE „Post-Money Valuation Cap with Discount“ einen Rabatt („Discount“) auf dem Ausgabepreis in der nächsten Finanzierungsrunde. Bei einer Bewertung des Startups in der

³⁶ Siehe unten, II.5.e)aa).

³⁷ Vgl. Ziff. 1(a) SAFE Standard und Ziff. 2.1 KISS Debt.

³⁸ Vgl. Ziff. 2 SAFE Standard, Definition von „Safe Price“ und Ziff. 1(b)(i)(B) KISS Debt.

nächsten Finanzierungsrunde unter dem Valuation Cap wird daher der Investmentbetrag basierend auf dem durch den Discount ermässigten Ausgabepreis in Vorzugsaktien gewandelt.³⁹

KISS und SAFE beruhen somit auf der Idee, dass die Investoren für das Risiko und die längere Zeitdauer ihres frühen Investments in das Startup entschädigt werden, indem sie in der nächsten Finanzierungsrunde Aktien zu einem Wandlungspreis erhalten, der *tiefer* ist als der Ausgabepreis für die Investoren in der Finanzierungsrunde. Bei Valuation Cap und Discount wird daher stets der tiefere Wert angewendet, damit der KISS- bzw. SAFE-Investor in der nächsten Finanzierungsrunde möglichst viele Aktien für sein frühes Investment erhält.⁴⁰ Es ist daher wichtig, dass sowohl die Gründer als auch die Investoren bei Verwendung des KISS oder SAFE die aus diesem Instrument resultierende Verwässerung bei der nächsten Finanzierungsrunde verstehen und diese mittels Cap Table im Rahmen der Verhandlungen auch berechnen, um Überraschungen zu vermeiden.

bb) Finanzierungsrunde beim KISS

Eine den KISS auslösende Finanzierungsrunde („Next Equity Financing“) ist gegeben, wenn die Gesellschaft nach der Ausgabe des KISS Vorzugsaktien verkauft, womit die Gesellschaft einen Bruttoerlös von mindestens USD 1 Million erzielt.⁴¹ Dieser Schwellenwert kann durch die Parteien natürlich geändert werden.

Der Wandlungspreis entspricht dem tieferen Wert von (1) dem mittels Discount ermässigten Ausgabepreis oder (2) dem aus dem Valuation Cap resultierenden Preis.⁴² Beide Parameter werden dabei von den Parteien verhandelt. Es ist zu beachten, dass die Definition von „Fully-Diluted Capitalization“, welche für die Bestimmung des Wandlungspreises beim Valuation Cap massgebend ist, die aus der Wandlung des KISS resultierende Verwässerung nicht mitberücksichtigt.⁴³

Bei der KISS Debt-Version werden auch die Zinsen auf dem Investmentbetrag bei Vollzug einer qualifizierenden Finanzierungsrunde gewandelt, wobei die

³⁹ Vgl. Ziff. 2 SAFE Alternative 1, Definitionen von „Conversion Price“ und „Discount Price“ und Ziff. 1(b)(i)(A) KISS Debt.

⁴⁰ Zur Preisbestimmung siehe unten, II.5.a)dd).

⁴¹ Vgl. Ziff. 1(o) KISS Debt.

⁴² Siehe oben, II.5.a)aa); vgl. Ziff. 1(b)(i) KISS Debt.

⁴³ Vgl. Ziff. 1(h).

Gesellschaft ein Wahlrecht hat, die Zinsen in bar zu bezahlen.⁴⁴ Der Zins gemäss der KISS-Vorlage beträgt vier Prozent *per annum*,⁴⁵ wobei die Parteien wiederum einen anderen Zins vereinbaren können.

cc) *Finanzierungsrunde beim SAFE*

In der SAFE-Vorlage wird die Finanzierungsrunde („*Equity Financing*“) definiert als eine Transaktion mit dem primären Zweck, Kapital zu beschaffen, bei der die Gesellschaft Vorzugsaktien zu einer fixen Bewertung, einschliesslich einer „*pre-money*“ oder „*post-money*“ Bewertung, ausgibt und verkauft.⁴⁶ Im Gegensatz zum KISS sieht der SAFE somit keinen bestimmten Schwellenwert an Erlösen vor, damit eine qualifizierende Finanzierungsrunde vorliegt, d.h. bereits eine kleine Finanzierungsrunde kann die Wandlung des SAFE auslösen.

In Bezug auf den Wandlungspreis gilt bei der Standardversion des SAFE, dass entweder der gleiche Ausgabepreis wie in der Finanzierungsrunde, oder falls tiefer, der aus dem Valuation Cap resultierende Preis verwendet wird.⁴⁷ Anders als beim KISS werden beim SAFE bei der Bestimmung der Kapitalisierung der Gesellschaft die aus der Wandlung des SAFE resultierenden Aktien miteinberechnet, weshalb der SAFE seitens ihres Herausgebers als „*post-money*“ SAFE bezeichnet wird. Die aus der Finanzierungsrunde resultierenden Aktien werden hingegen wie auch beim KISS nicht berücksichtigt.⁴⁸

Schliesslich hat beim SAFE der Investor nur Anspruch auf einen Discount, wenn dieser über eine der Alternativversionen des SAFE vereinbart wurde.⁴⁹

dd) *Preisbestimmung mittels Discount und Valuation Cap*

Die folgenden Grafiken veranschaulichen, wie sich das Zusammenspiel von Discount und Valuation Cap in der nächsten Finanzierungsrunde auf den Wandlungspreis und den daraus resultierenden Anteil des Investors an der Gesellschaft auswirken. Die Grafiken basieren auf dem Beispiel einer Gesellschaft, bei welcher ein Investor mittels KISS CHF 100'000 bei einem Valuation Cap von CHF 1 Million sowie mit einem Discount von 20 Prozent investiert. Im

⁴⁴ Vgl. Ziff. 2.1 KISS Debt.

⁴⁵ Vgl. Ziff. 1(j) KISS Debt.

⁴⁶ Vgl. Ziff. 2 SAFE Standard, Definition „*Equity Financing*“.

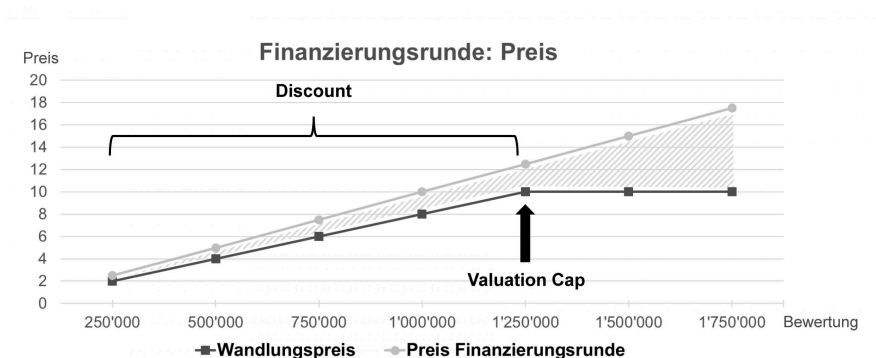
⁴⁷ Vgl. Ziff. 1(a) SAFE Standard.

⁴⁸ Vgl. Ziff. 2 SAFE Standard, Definitionen von „*Company Capitalization*“ und „*Converting Securities*“; SAFE User Guide, 3 f.

⁴⁹ Siehe oben, II.4.b).

Zeitpunkt der nächsten Finanzierungsrunde beträgt die „fully-diluted“ Kapitalisierung der Gesellschaft 100'000 Aktien (ohne Berücksichtigung der aus der Wandlung des KISS resultierenden Aktien).

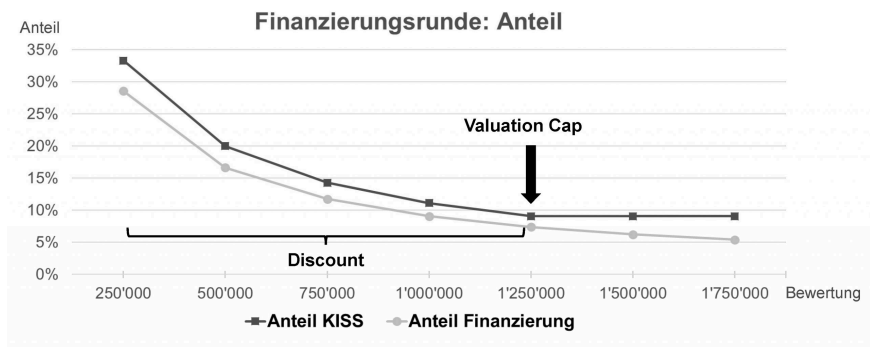
Grafik 1 zeigt den Wandlungspreis des KISS-Investors im Vergleich zum Ausgabepreis in der Finanzierungsrunde:



Zunächst ergibt sich aus der Grafik, dass der KISS-Investor aufgrund des Discounts bzw. des Valuation Cap stets von einem tieferen Wandlungspreis im Vergleich zum Ausgabepreis in der Finanzierungsrunde profitiert. Discount und Valuation Cap geben somit dem Investor einen Anreiz, um bereits bei der KISS-Finanzierung zu investieren und nicht auf die nächste Finanzierungsrunde zu warten.

Des Weiteren zeigt Grafik 1, dass der aus dem Valuation Cap resultierende Preis (der „Valuation Cap Preis“) erst bei einer Bewertung von über CHF 1 Million greift, d.h. wenn dieser Valuation Cap Preis tiefer ist als der durch den Discount ermässigte Preis. Bei diesem Beispiel erfolgt der Wechsel von Discount zu Valuation Cap ab einer Bewertung von CHF 1.25 Millionen, da bei einer Bewertung von CHF 1.25 Millionen sowohl der ermässigte Preis als auch der Valuation Cap Preis CHF 10 pro Aktie beträgt. Der Investor hat damit den höchst möglichen Wandlungspreis erreicht, da bei einer höheren Bewertung der Wandlungspreis stets dem Valuation Cap Preis entspricht.

Grafik 2 zeigt sodann die Auswirkungen auf den für den Investor resultierenden Anteil im Vergleich zu einem Investment in der gleichen Höhe in der nächsten Finanzierungsrunde:



Sobald der Valuation Cap Preis greift, erhält der Investor einen fixen Anteil an der Gesellschaft unabhängig von deren Bewertung in der nächsten Finanzierungsrunde. Bei diesem Beispiel erhält der KISS-Investor beim Valuation Cap Preis von CHF 10 für sein Investment von CHF 100'000 somit 10'000 Aktien an der Gesellschaft. Dies entspricht einem Anteil an der Gesellschaft von rund 9.1 Prozent vor der Verwässerung durch die nächste Finanzierungsrunde. Aufgrund der nächsten Finanzierungsrunde wird der KISS-Investor unmittelbar bei der Wandlung verwässert, sofern er in der Finanzierungsrunde nicht nochmals investiert.⁵⁰

Schliesslich zeigen die Grafiken, dass bei einer tieferen Bewertung der Gesellschaft, d.h. bevor der Valuation Cap Preis greift, der Discount zur Anwendung kommt. Dabei gilt: Je tiefer die Bewertung der Gesellschaft in der nächsten Finanzierungsrunde, desto mehr Aktien erhält der KISS-Investor für seinen Investmentbetrag und damit umso höher sein Anteil an der Gesellschaft.

ee) Vorzugsaktien bei KISS und SAFE

Gemäss den KISS- und SAFE-Vorlagen hat der aus dem Discount bzw. Valuation Cap resultierende tiefere Wandlungspreis jedoch Auswirkungen auf die Vorzugsaktien, welche der KISS- bzw. SAFE-Investor in der nächsten Finanzierungsrunde erhält. Die Vorzugsaktien, welche bei Wandlung von KISS und

⁵⁰ Siehe unten, II.5.e) betreffend ein zusätzliches Bezugsrecht in der nächsten Finanzierungsrunde.

SAFE ausgegeben werden, haben zwar die gleichen Vorzugsrechte wie die Vorzugsaktien in der Finanzierungsrunde. In Bezug auf die Liquidations- und Dividendenpräferenz sowie beim preisbasierten Verwässerungsschutz („*anti-dilution protection*“) wird jedoch der tiefere Wandlungspreis angewendet. Beim SAFE erhalten die Investoren daher sog. „*Safe Preferred Stock*“ und beim KISS hat die Gesellschaft das Wahlrecht, den Investoren eine sog. „*Shadow Series*“ auszugeben. Dabei handelt es sich um eine Sub-Kategorie der Vorzugsaktien in der Finanzierungsrunde (üblicherweise bezeichnet als „*Series A-1 Preferred Stock*“).⁵¹

Diese Schlechterstellung der KISS bzw. SAFE-Investoren bei den Vorzugsaktien ist aus rechnerischer Sicht verständlich, da die Investoren zu einem tieferen Ausgabepreis investieren. Aus kommerzieller Sicht ist es jedoch nicht zwingend einleuchtend, wieso ein Investor, welcher durch sein frühes Investment ein grösseres Risiko als andere Investoren eingeht und dank dessen Geldmitteln der Mehrwert bis zur Finanzierungsrunde geschaffen werden kann, nur vom tieferen Wandlungspreis, nicht aber von einer gleichgestellten Kategorie von Vorzugsaktien profitieren soll.

Sofern die aus den Vorzugsaktien fliessenden Präferenzen zusätzlich eine Vorzugsrendite („*return*“) auf dem Investmentbetrag beinhalten, ist in den Vorlagen nicht ausdrücklich geregelt, ab welchem Zeitpunkt diese Rendite für die KISS- bzw. SAFE-Investoren zu berechnen ist. Falls sich die Präferenzen wie vorstehend erwähnt auf den tieferen Wandlungspreis beziehen, schiene es sachlogisch, dass die Vorzugsrendite ab dem Zeitpunkt des früheren Investments zu berechnen ist.

b) Transaktion als Auslöser für eine Zahlung

Neben der Finanzierungsrunde als dem wichtigsten Auslöser berücksichtigen KISS und SAFE auch den Fall, dass es vor einer solchen qualifizierenden Finanzierungsrunde zu einer Transaktion kommen kann, von welcher die bestehenden Aktionäre profitieren. Um die KISS- und SAFE-Investoren den Aktionären gleichzustellen, sehen die Finanzierungsvereinbarungen daher gewisse vertragliche Vermögensrechte der Investoren vor.

Beim SAFE wird eine solche Transaktion als „*Liquidity Event*“ definiert und umfasst sowohl eine Kontrollwechseltransaktion als auch einen Börsengang. Der Begriff der Kontrollwechseltransaktion ist dabei weit gefasst und beinhaltet sowohl einen Wechsel in der Zusammensetzung des Aktionariats, wobei ein

⁵¹ Vgl. Ziff. 1(a) und 2 SAFE Standard, Definitionen von „*Safe Preferred Stock*“ und „*Standard Preferred Stock*“; SAFE User Guide, 9; Ziff. 1(a)(i) und 1(q) KISS Debt.

Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären neu mehr als 50% der Stimmrechte hält, sei dies durch Übertragung oder Fusion, als auch einen Verkauf aller oder im Wesentlichen aller Aktiven der Gesellschaft.⁵²

Der Auslöser beim KISS, die sog. „*Corporate Transaction*“, umfasst ebenfalls den Verkauf aller bzw. im Wesentlichen aller Aktiven der Gesellschaft sowie eine Kontrollwechseltransaktion, welche einen Wechsel im Aktionariat in Bezug auf mehr als 50% der Stimmrechte bewirkt. Ein Börsengang ist hingegen nicht ausdrücklich erfasst. Dafür fällt beim KISS auch eine Auflösung oder Liquidation der Gesellschaft unter den Begriff der „*Corporate Transaction*“.⁵³

In Bezug auf die Folgen des Eintritts einer solchen Transaktion sind KISS und SAFE wiederum ähnlich ausgestaltet, indem der Investor einen Betrag in bar entweder abhängig vom Investmentbetrag oder basierend auf der Wandlung des Investmentbetrages zum Valuation Cap Preis in Stammaktien erhalten soll:

- Beim SAFE hat der Investor bei Eintritt eines „*Liquidity Event*“ Anspruch auf einen Anteil am Erlös aus der Transaktion, soweit rechtlich ausschüttbar, in Höhe (1) des Investmentbetrages oder, falls höher, (2) des Betrages zahlbar für die Stammaktien, wenn der Investmentbetrag zum Valuation Cap Preis in Stammaktien gewandelt würde.⁵⁴ Dabei soll der SAFE wie Vorzugsaktien mit einer „*non-participating*“ Liquidationspräferenz funktionieren, d.h. der SAFE soll bei Fall (1) gleichrangig mit anderen SAFEs sowie Vorzugsaktien und vorrangig gegenüber Stammaktien behandelt werden. Bei Fall (2) soll der SAFE hingegen gleichrangig mit den Stammaktien sowie den anderen SAFEs und Vorzugsaktien sein, welche ebenfalls wie in Stammaktien gewandelt („*as converted*“) behandelt werden.⁵⁵
- Beim KISS hat jeder Investor bei Eintritt einer „*Corporate Transaction*“ ein Wahlrecht, ob er entweder (1) zweimal (2x) den Investmentbetrag erhalten möchte oder (2) der KISS zum Valuation Cap Preis in Stammaktien gewandelt werden soll.⁵⁶ Bei Letzterem kann der Investor mit den daraus resultierenden Stammaktien an der Transaktion partizipieren. Im Gegensatz zum SAFE beinhaltet der KISS ein Wahlrecht, weshalb eine Ausübung durch den Investor erforderlich ist, auch wenn sich ein ökonomisch handelnder Investor stets für den höheren Betrag entscheiden wird.

⁵² Vgl. Ziff. 2 SAFE Standard, Definitionen von „*Change of Control*“, „*Initial Public Offering*“ und „*Liquidity Event*“.

⁵³ Vgl. Ziff. 1(c) KISS Debt.

⁵⁴ Vgl. Ziff. 1(b) SAFE Standard.

⁵⁵ Vgl. Ziff. 1(d) SAFE Standard.

⁵⁶ Vgl. Ziff. 2.2 und Definitionen in Ziff. 1(b)(ii) „*Conversion Price*“ und 1(d) „*Corporate Transaction Payment*“ KISS Debt.

Sowohl beim SAFE als auch beim KISS sollten daher bei einer qualifizierenden Transaktion die erforderlichen Zahlungen im Rahmen des sog. „Waterfall“ durch den Käufer berücksichtigt werden, damit die Zielgesellschaft nach der Transaktion nicht noch ausstehende Zahlungsverpflichtungen unter einem KISS oder SAFE hat.

c) *Sonderfall: Auflösung der Gesellschaft beim SAFE*

Ein Sonderfall bildet die Auflösung oder Liquidation der Gesellschaft beim SAFE. Während beim KISS die Auflösung über die „Corporate Transaction“ geregelt ist,⁵⁷ sieht der SAFE vor, dass der Investor Anspruch auf einen Anteil am Liquidationserlös in der Höhe des Investmentbetrages hat, soweit ein solcher ausgeschüttet werden darf. Dabei soll eine solche Zahlung nachrangig gegenüber sämtlichen Schulden und Forderungen von Gläubigern, aber wiederum gleichrangig mit anderen SAFEs und Vorzugsaktien und vorrangig gegenüber den Stammaktien sein.⁵⁸

d) *„Maturity Date“ beim KISS*

Als weiteren Auslöser sieht die KISS-Vorlage ein „Maturity Date“ 18 Monate nach Ausgabe des KISS vor. Die Parteien können diese Laufzeit natürlich ändern. Falls es bis zu diesem Zeitpunkt nicht zu einer Wandlung infolge einer qualifizierenden Finanzierungsrunde oder Transaktion kommt, können Investoren mit einer Mehrheitsbeteiligung am Gesamtbetrag der KISSes der gleichen Serie (die sog. „Majority in Interest“) verlangen, dass der KISS zum Valuation Cap Preis in „Series Seed Preferred Stock“ gewandelt wird. Dabei verweist die KISS-Vorlage auf die Konditionen der Seed-Finanzierungsdokumente von www.seriesseed.com.⁵⁹ Dies sind frei zugängliche („open source“) Standarddokumente für Seed-Finanzierungsrunden, welche von Ted Wang, Investmentpartner bei Cowboy Ventures und früher Partner bei der Anwaltskanzlei Fenwick & West LLP, erstmals 2010 online publiziert wurden und mittlerweile in der Version 3.2 erhältlich sind.⁶⁰

⁵⁷ Siehe oben, II.5.b).

⁵⁸ Vgl. Ziff. 1(c) und (d) SAFE Standard.

⁵⁹ Vgl. Ziff. 2.3 und Definitionen in Ziff. 1(a)(iii) „Conversion Shares“, 1(b)(iii) „Conversion Price“, 1(m) „Majority in Interest“ und 1(n) „Maturity Date“ KISS Debt.

⁶⁰ <<https://www.seriesseed.com>>.

Bei der als Darlehen ausgestalteten Version des KISS kann die „*Majority in Interest*“ nach dem „*Maturity Date*“ anstelle der Wandlung auch die Rückzahlung des Investmentbetrages einschliesslich Zinsen verlangen.⁶¹

Der SAFE sieht demgegenüber keine zeitliche Befristung vor. Vielmehr wird der SAFE nur durch die Ausgabe von Aktien bei einer Finanzierungsrunde oder die Zahlung des vereinbarten Betrages bei einer Transaktion oder der Auflösung der Gesellschaft beendet.⁶² Mit anderen Worten geht der SAFE nur durch Erfüllung unter oder bleibt sonst zeitlich unbefristet ausstehend.

e) *Weitere Rechte der Investoren*

Neben den oben beschriebenen Auslösern sehen sowohl KISS als auch SAFE weitere teils unterschiedliche, vertragliche Rechte der Investoren vor.

aa) *Most Favored Nation*

Der KISS enthält zunächst eine „*Most Favored Nation*“-Klausel, welche die Gesellschaft verpflichtet den KISS-Investor innerhalb von fünf Tagen nach dem Verkauf bzw. der Ausgabe von wandelbaren Instrumenten zu informieren. Falls die Bedingungen dieser Instrumente nach Ansicht des Investors vorteilhafter sind als die Bedingungen des KISS, kann der Investor verlangen, dass sein KISS durch ein solches Instrument ersetzt wird.⁶³

Demgegenüber sieht der SAFE grundsätzlich keine solche Meistbegünstigungsklausel vor. Eine solche ist nur in der Alternativversion „*MFN Only*“ enthalten, bei welcher der einzige Vorteil des Investors in der darin enthaltenen „*Most Favored Nation*“-Klausel liegt.⁶⁴ Diese Alternativversion sieht jedoch weder einen Valuation Cap noch einen Discount vor, d.h. der SAFE wird bei einer Finanzierungsrunde zum gleichen Ausgabepreis wie in dieser Finanzierungsrunde gewandelt.⁶⁵ Im Gegensatz zum KISS sieht die Meistbegünstigungsklausel des SAFE keinen Ersatz, sondern eine Anpassung des SAFE vor, so dass der SAFE mit dem neuen wandelbaren Instrument identisch ist.⁶⁶

⁶¹ Vgl. Einleitungsklausel KISS Debt.

⁶² Vgl. Ziff. 1(e) SAFE Standard.

⁶³ Vgl. Ziff. 5.1 KISS Debt.

⁶⁴ SAFE User Guide, Appendix I, 17.

⁶⁵ Vgl. Ziff. 1(a) SAFE Alternative 3.

⁶⁶ Vgl. Ziff. 3 SAFE Alternative 3.

bb) KISS: Rechte bedeutender Investoren

Der KISS gewährt bedeutenden Investoren („Major Investors“), welche mindestens USD 50'000 mittels KISS in eine Gesellschaft investiert haben, die folgenden Rechte:

- a) Informationsrechte: Die Gesellschaft soll den bedeutenden Investoren ihre jährlichen sowie quartalsweisen Finanzabschlüsse zustellen, sofern die Gesellschaft solche Abschlüsse erstellt. Zudem hat die Gesellschaft den bedeutenden Investoren all jene Informationen in Bezug auf die finanzielle Lage, das Geschäft sowie Unternehmensangelegenheiten der Gesellschaft zur Verfügung zu stellen, welche ein bedeutender Investor vernünftigerweise verlangen kann. Davon ausgenommen sind Geschäftsgeheimnisse sowie streng vertrauliche Informationen.⁶⁷ Bedeutende Investoren haben damit ähnliche Informationsrechte wie dies auch für Investoren in Finanzierungsrunden in der Schweiz üblicherweise im Rahmen von Aktionärbindungsverträgen vereinbart wird,⁶⁸ obwohl die Investoren noch keine Aktionäre sind.
- b) Bezugsrechte („Participation Rights“): Unter dem Titel „Participation Rights“ haben bedeutende Investoren zudem ein vertragliches Bezugsrecht, wie wenn sie Aktionäre wären, wenn die Gesellschaft anderen Investoren Beteiligungspapiere anbietet. Dieses vertragliche Bezugsrecht gilt für Angebote sowohl vor als auch bei der nächsten Finanzierungsrunde. Die Gesellschaft hat deshalb bedeutende Investoren mindestens zehn Werktage vor einem solchen Angebot zu informieren. Den bedeutenden Investoren steht dann das Recht („right of first offer“) zu, Beteiligungspapiere im Wert bis zum Investmentbetrag zu den gleichen Bedingungen zu erwerben.⁶⁹
- c) „Major Investor“ Rechte: Die Gesellschaft soll schliesslich dafür sorgen, dass den Rechten der bedeutenden Investoren auch in den Finanzierungsdokumenten für sämtliche zukünftigen Ausgaben von Beteiligungspapieren Rechnung getragen wird.⁷⁰

⁶⁷ Vgl. Ziff. 5.2(a) KISS Debt.

⁶⁸ Vgl. Ziff. 7 des SECA Shareholders Agreement large.

⁶⁹ Vgl. Ziff. 5.2(b) KISS Debt.

⁷⁰ Vgl. Ziff. 5.2(c) KISS Debt.

cc) SAFE: Bezugs- und Dividendenrechte

Die KISS- bzw. SAFE-Investoren haben wie erwähnt das Recht und die Pflicht, ihren Investmentbetrag anlässlich der nächsten Finanzierungsrunde in Aktien zu wandeln. Fraglich ist, ob sie aufgrund ihres früher getätigten Investments darüber hinaus ein Bezugsrecht haben sollten, wie wenn sie bei dieser Finanzierungsrunde schon Aktionäre wären. Während der KISS ein solches vorsieht, fehlt dieses beim SAFE. Die Gesellschaft kann jedoch auch beim SAFE mit einzelnen oder allen Investoren über einen von Y Combinator entwickelten „Pro Rata Side Letter“ ein vertragliches Bezugsrecht vereinbaren. Diese Nebenvereinbarung gewährt dem Investor das Recht, seinen *pro rata*-Anteil⁷¹ an Vorzugsaktien in der nächsten Finanzierungsrunde zu erwerben.⁷²

Zudem enthält der SAFE eine Art Dividendenrecht der Investoren, falls die Gesellschaft auf den ausstehenden Stammaktien vor der Wandlung eine Dividende ausschüttet, d.h. während der SAFE ausstehend ist.⁷³

6. Weitere Bestimmungen

Neben den üblichen Standardklauseln enthalten KISS und SAFE auch noch einige weitere Bestimmungen, welche nachfolgend noch kurz erwähnt werden.

- a) Zusicherungen: Sowohl beim KISS als auch beim SAFE gewähren sich die Gesellschaft und der Investor gegenseitig gewisse Zusicherungen. Bei der Gesellschaft stehen dabei die sog. fundamentalen Zusicherungen wie Organisation, Ermächtigung, Vereinbarkeit sowie rechtsgültige Aktienausgabe im Vordergrund. In Bezug auf das Geschäft der Gesellschaft sind zudem relativ kurze Immaterialgüterrecht bezogene Zusicherungen und beim KISS, nicht aber beim SAFE, auch eine Zusicherung zu Prozessen und Streitigkeiten vorgesehen.⁷⁴
- b) Identische Bedingungen: Während der KISS davon ausgeht, dass die Gesellschaft mehrere KISSes als eine Serie mit den gleichen Bedingungen abschliesst,⁷⁵ enthält der SAFE keine solche Beschränkung.

⁷¹ Der *pro rata*-Anteil berechnet sich dabei aus der Anzahl Aktien, welche bei der Wandlung für den SAFE ausgegeben werden, im Verhältnis zur „fully diluted“ Kapitalisierung der Gesellschaft unmittelbar vor der Finanzierungsrunde, d.h. ohne Berücksichtigung der im Rahmen der Finanzierungsrunde an Neuinvestoren auszugebenden Aktien.

⁷² Vgl. 2. Absatz Pro Rata Side Letter.

⁷³ Vgl. Ziff. 5(c) SAFE Standard.

⁷⁴ Vgl. Ziff. 3 SAFE Standard und Ziff. 3 KISS Debt.

⁷⁵ Vgl. Einleitungsklausel, letzter Satz KISS Debt.

- c) Änderung der Instrumente: Beide Vorlagen sehen die Möglichkeit vor, dass die Gesellschaft mit der Zustimmung der „Majority in Interest“, d.h. einer qualifizierten Investorenmehrheit, mit gewissen Ausnahmen die Bestimmung des KISS bzw. SAFE ändern kann.⁷⁶
- d) Übertragbarkeit: Der SAFE sowie die Rechte unter dem SAFE sind ohne Zustimmung der Gesellschaft nicht übertragbar. Davon ausgenommen sind Übertragungen eines Investors auf ein verbundenes Unternehmen.⁷⁷ Demgegenüber kann der Investor einen KISS auf eine andere Person oder Gesellschaft übertragen, wobei die Gesellschaft lediglich zu informieren ist.⁷⁸
- e) Anwendbares Recht: Während der KISS dem Recht des Bundesstaates Kalifornien unterliegen soll (was natürlich abänderbar ist, sofern die Ausgestaltung auch gesellschaftsrechtlich umsetzbar bleibt), können die Parteien beim SAFE das Recht eines beliebigen US-Bundesstaates wählen.⁷⁹

7. Gegenüberstellung von KISS und SAFE

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich KISS und SAFE trotz gleichem Grundkonzept und ähnlichem Aufbau, wie nachfolgend tabellarisch dargestellt, in einigen Punkten unterscheiden. Aus wirtschaftlicher Sicht entscheidend ist, dass die Gründer wie auch die Investoren den Wandlungsmechanismus sowie die daraus resultierende Verwässerung bei der nächsten Finanzierungsrunde verstehen und im Rahmen des Cap Table mittels verschiedenen Szenarien antizipieren.

Insgesamt ist der KISS etwas vorteilhafter für die (KISS-)Seed-Investoren, während der SAFE etwas vorteilhafter ist für die Gründer bzw. die bei der Finanzierungsrunde hinzukommenden Investoren und etwas weniger vorteilhaft für die (SAFE-)Seed-Investoren. Interessant ist dabei, dass der SAFE den-

⁷⁶ Vgl. Ziff. 5(a) SAFE Standard und Ziff. 5.14 KISS Debt.

⁷⁷ Vgl. Ziff. 5(d) SAFE Standard: Entsprechend dem in der Praxis üblichen Begriff von „Affiliates“ fallen vom Investor kontrollierte, den Investor kontrollierende sowie unter gemeinsamer Kontrolle stehende Unternehmen unter diese Ausnahme.

⁷⁸ Vgl. Ziff. 5.13 KISS Debt. Vorbehalten bleiben die anwendbaren US-amerikanischen Wertpapiergesetze („securities laws“), welche die Übertragbarkeit wiederum beschränken können.

⁷⁹ Vgl. Ziff. 5(f) SAFE Standard und Ziff. 5.7 KISS Debt.

noch häufiger eingesetzt wurde als der KISS.⁸⁰ Die beiden Instrumente können in der Praxis selbstverständlich einander angeglichen werden, so dass sich letztlich keine klare Aussage machen lässt.⁸¹

Merkmal	KISS	SAFE⁸²
Formen	Fremdkapital oder Eigenkapital	Nur Eigenkapital
Auslöser	<ul style="list-style-type: none"> – Finanzierungsrunde: Ausgabe von Vorzugsaktien für mind. USD 1 Mio. – Kontrollwechseltransaktion oder Auflösung – „Maturity Date“ 	<ul style="list-style-type: none"> – Finanzierungsrunde: Ausgabe von Vorzugsaktien mit fixer Bewertung – Kontrollwechseltransaktion oder Börsengang – Auflösung
Finanzierungsrunde	<ul style="list-style-type: none"> – Wandlung in Vorzugsaktien derselben Kategorie mit Wahl Gesellschaft, dass Präferenzen und Verwässerungsschutz bei tieferem Preis – Preis = Tiefere von (1) ermäßigtem Ausgabepreis oder (2) Valuation Cap Preis 	<ul style="list-style-type: none"> – Wandlung in Vorzugsaktien derselben Kategorie, aber Präferenzen und Verwässerungsschutz bei tieferem Preis – Preis = Tiefere von (1) Ausgabepreis oder (2) Valuation Cap Preis⁸³
Transaktion	Wahlrecht Investor zwischen (1) Cash-Zahlung von 2x Investmentbetrag oder (2) Wandlung zum Valuation Cap Preis in Stammaktien	Anteil am Erlös zum Höheren von (1) Investmentbetrag oder (2) Betrag zahlbar wie wenn zum Valuation Cap Preis in Stammaktien gewandelt
Auflösung	Wie Transaktion	Anteil am Liquidationserlös in Höhe des Investmentbetrages, soweit ausschüttbar
„Maturity Date“/ Rückzahlung	<ul style="list-style-type: none"> – 18 Monate nach Ausgabe – Wandlung in Series Seed Preferred Stock zum Valuation Cap Preis oder Rückzahlung (KISS Debt) jeweils auf Verlangen der „Majority in Interest“ 	Keine

⁸⁰ Siehe oben, II.2.

⁸¹ Aus unserer statistisch nicht signifikanten Praxiserfahrung leiten wir jedoch ab, dass relativ grosszügige Investoren in der Regel auch erfolgreichere Startups begleiten bzw. Startups mit grosszügigeren Investoren sich oft erfolgreicher entwickeln. Was dabei Huhn und was Ei ist, lässt sich freilich nicht immer sagen.

⁸² Soweit nicht anderweitig vermerkt, basiert die Darstellung der SAFE-Bestimmungen auf dem SAFE Standard.

⁸³ Ein Discount findet nur bei Verwendung der Alternativversion 1 (Valuation Cap und Discount) oder der Alternativversion 2 (nur Discount) Anwendung.

Merkmal	KISS	SAFE
Meistbegünstigungsklausel	Ja	Nur falls vereinbart ⁸⁴
Rechte der Investoren	Informations- und Bezugsrechte bedeutender Investoren	Bezugsrecht nur falls separat vereinbart ⁸⁵ sowie Dividendenrecht
Zusicherungen	Fundamentale Zusicherungen, IP und Prozesse	Fundamentale Zusicherungen und IP
Übertragbarkeit	Ja	Nein

III. KISS- und SAFE-Strukturen nach Schweizer Recht

I. Ausgestaltung als Eigenkapitalinstrument?

Der SAFE sowie der KISS Equity sind als Eigenkapitalinstrumente ausgestaltet, bei welchen ein Investor den Investmentbetrag der Gesellschaft bei Unterzeichnung vorab leistet. Als Gegenleistung hat die Gesellschaft erst bei der nächsten Finanzierungsrunde dem Seed-Investor Aktien derselben Kategorie auszugeben, welche auch den anderen (neuen) Investoren ausgegeben werden. Die Aktienausgabe ist somit aufschiebend bedingt durch die nächste Finanzierungsrunde. Eine Rückzahlungsverpflichtung seitens der Gesellschaft besteht nicht.

Es stellt sich daher die Frage, ob und wie analoge Eigenkapitalinstrumente durch eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht ausgegeben werden könnten. Dafür ist die durch KISS Equity und SAFE vorgesehene Struktur sowohl aus aktienrechtlicher als auch aus rechnungsrechtlicher Sicht einzuordnen sowie auf deren steuerliche Behandlung zu prüfen.

a) *Eigenkapitalzuschuss mit aufgeschobener Aktienausgabe?*

Bei Betrachtung der Funktionsweise von KISS und SAFE wäre die Einordnung der Vorauszahlung des Investmentbetrages als Zuschuss in das Eigenkapital mit aufgeschobener Ausgabe von Vorzugsaktien die naheliegendste Lösung. Dabei stellen sich jedoch grundlegende Probleme: Zum einen muss die spätere Aktienausgabe beschlossen werden und die Vorzugsaktien müssen liberiert

⁸⁴ Vgl. SAFE Alternative 3.

⁸⁵ Vgl. Pro Rata Side Letter.

werden. Zum anderen sind die KISS- bzw. SAFE-Investoren in der Regel keine bisherigen Aktionäre der Gesellschaft, sondern eben gerade neue Seed-Investoren, welche nicht ohne weiteres einen steuerlich und buchhalterisch anerkannten Eigenkapitalzuschuss leisten können.

aa) Kapitalerhöhung und Liberierung?

Im Gegensatz zum Gesellschaftsrecht der US-Bundesstaaten Delaware oder Kalifornien, welche es Gesellschaften und damit dem Verwaltungsrat ermöglichen, innerhalb der statutarisch festgelegten „*authorized shares*“ Aktien auszugeben, ist das Schweizer Aktienrecht bei der Ausgabe von neuen Aktien weitaus restriktiver. Die Ausgabe von Aktien bedarf stets einer Kapitalerhöhung, welche im Grundsatz in die Kompetenz der Generalversammlung fällt, sowie der Einhaltung der entsprechenden Verfahrensmodalitäten.⁸⁶

Bei Finanzierungsrunden erfolgt die Ausgabe von Aktien in der Regel durch eine von der Generalversammlung zu beschliessende, ordentliche Kapitalerhöhung gemäss Art. 650 OR oder, falls vorhanden, durch eine genehmigte Kapitalerhöhung gemäss Art. 651 OR, wofür die Generalversammlung im Voraus der Schaffung des genehmigten Kapitals zustimmen muss.⁸⁷ Da die ordentliche Kapitalerhöhung innert drei Monaten durchgeführt werden muss,⁸⁸ kommt sie jedoch von vornherein erst im Zeitpunkt der Finanzierungsrunde in Frage. Die genehmigte Kapitalerhöhung ist auch nicht geeignet, um den Seed-Investoren bereits bei der Zahlung des Investmentbetrages Sicherheit bezüglich der späteren Aktienschaffung zu geben, weil die Statuten bereits die Art der Aktien sowie deren Vorrechte bezeichnen müssten,⁸⁹ welche erst im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde verhandelt und bestimmt werden. Somit muss die spätere Aktienaussgabe vertraglich gesichert werden.⁹⁰

Eine bedingte Kapitalerhöhung nach Art. 653 OR fällt bei der Ausgestaltung als Eigenkapitalinstrument mittels Zuschuss eher nicht in Betracht, weil den Investoren gerade kein Wandelrecht als Gläubiger eingeräumt wird.⁹¹ Selbst wenn das Recht zum späteren Aktienbezug als „nacktes“ Optionsrecht auf ein

⁸⁶ Vgl. Art. 650 ff. OR.

⁸⁷ Das genehmigte Kapital ist dabei auf maximal zwei Jahre beschränkt (Art. 651 Abs. 1 OR) und darf die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals nicht übersteigen (Art. 651 Abs. 2 OR).

⁸⁸ Art. 650 Abs. 1 OR.

⁸⁹ Art. 651 Abs. 3 OR i.V.m. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 2 OR.

⁹⁰ Zur dafür erforderlichen Einbindung der bisherigen Aktionäre siehe unten, III.2.b).

⁹¹ Siehe unten, III.2.b).

bedingtes Kapital gestützt würde,⁹² ist das bedingte Kapital wenig geeignet, weil auch bei diesem die Art und Vorrechte der auszugebenden Kategorie(n) von Aktien bereits feststehen und in den Statuten verankert werden müssen.⁹³

Somit kann die Generalversammlung die Grundlage für die Aktienausgabe an die Seed-Investoren erst bei der effektiven Durchführung der nächsten Finanzierungsrunde schaffen. Da die Investoren ihren Investmentbetrag bereits bei Unterzeichnung leisten, stellt sich zudem die Frage, wie die neuen Vorzugsaktien bei der späteren Kapitalerhöhung anlässlich der nächsten Finanzierungsrunde liberiert werden können, ohne dass die Investoren erneut einen Geldbetrag als Einlage leisten müssen. Eine Möglichkeit wäre die Erhöhung des Aktienkapitals durch Umwandlung von frei verwendbarem Eigenkapital gemäss Art. 652d OR. Dies setzt aber voraus, dass der vom Investor geleistete Investmentbetrag als Eigenkapital ausgewiesen werden kann⁹⁴ und dass im Zeitpunkt der Finanzierungsrunde noch ausreichend frei verwendbares Eigenkapital vorhanden ist.⁹⁵ Da die Gesellschaft jedoch den Investmentbetrag für die Entwicklung der Geschäftsidee benötigt, ist davon auszugehen, dass eine solche Umwandlung mangels frei verwendbaren Eigenkapital im Zeitpunkt der Finanzierungsrunde in der Praxis scheitern kann. Dazu kommt, dass die Verfahrensmodalitäten bei einer Umwandlung von frei verwendbarem Eigenkapital (genehmigte Jahresrechnung mit Revisionsbericht⁹⁶ sowie Prüfungsbericht eines zugelassenen Revisors⁹⁷) für ein Startup in dieser Phase mit grossem Aufwand und hohen Kosten verbunden sind.

Alternativ könnten die neuen Vorzugsaktien den KISS- bzw. SAFE-Investoren im Gegensatz zu den Vorzugsaktien der übrigen Investoren zum Nennwert ausgegeben werden.⁹⁸ Dies erfordert aber, dass die KISS- bzw. SAFE-Investoren erneut eine Zahlung in Höhe des Nennwertes ihrer Vorzugsaktien als Einlage leisten. Dieser Betrag könnte ihrem Investment gutgeschrieben werden (womit sie anlässlich der Finanzierungsrunde infolge des höheren Investmentbetrages einige zusätzliche Aktien erwerben könnten). Aufgrund des tieferen Ausgabebetrages müsste aber bei der Ausgestaltung der Liquidations- und Dividendenpräferenz in den Statuten und im Aktionärbindungsvertrag sichergestellt werden, dass auf den Wandlungspreis und nicht den einbezahlten Ausgabebetrag in Höhe des Nennwertes abgestellt wird.

⁹² Siehe unten, III.1.c).

⁹³ Art. 653b Abs. 1 Ziff. 5 OR.

⁹⁴ Siehe unten, III.1.a)bb).

⁹⁵ Art. 652d Abs. 1 OR; vgl. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652d N 2 ff.

⁹⁶ Art. 652d Abs. 2 OR.

⁹⁷ Art. 652e Ziff. 3 OR.

⁹⁸ Art. 624 Abs. 1 OR.

bb) Eigenkapitalzuschuss?

Würden die Seed-Investoren nicht im Voraus, d.h. ohne gleichzeitige Aktienausgabe, investieren, sondern ihren Investmentbetrag erst im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde direkt gegen die Ausgabe von Vorzugsaktien als Einlage leisten, würde die Investition rechnungslegungsrechtlich in Höhe des Nennwertes der gezeichneten Vorzugsaktien im Aktienkapital und in Höhe des Agio, d.h. des über den Nennwert hinaus erzielten Mehrerlöses, in der gesetzlichen Kapitalreserve ausgewiesen.⁹⁹ Als erfolgsneutraler Vorgang begründet eine solche Kapitaleinlage keinen steuerbaren Gewinn und die Einlagen in Höhe des Agio qualifizieren als Reserven aus Kapitaleinlagen („KER“) im Sinne von Art. 5 Abs. 1^{bis} VStG und Art. 20 Abs. 3 DBG, sofern sie in einem gesonderten Konto ausgewiesen und der Eidgenössischen Steuerverwaltung ESTV gemeldet werden. Aufgrund des Kapitaleinlageprinzips wird dann das steuerlich anerkannte KER bei Rückzahlung dem Aktienkapital gleichgestellt, sodass Rückzahlungen aus KER weder der Einkommensteuer noch der Verrechnungssteuer unterliegen.¹⁰⁰ Eine Ausgestaltung von KISS und SAFE als Eigenkapitalinstrument ist daher sowohl für die Gesellschaft als auch für die Investoren nur dann wirtschaftlich sinnvoll, wenn die gleiche rechnungslegungs- und steuerrechtliche Behandlung wie bei einer direkten Investition im Rahmen der Finanzierungsrunde erzielt werden kann.

Die Idee von KISS und SAFE ist, dass ein Startup in der Seed-Phase einfach und kosteneffizient Geld bei neuen Investoren aufnehmen kann und im Falle des Misserfolgs mit Ausnahme des verlorenen Investmentbetrages nichts am Investor „hängen bleibt“. Es ist daher im Regelfall davon auszugehen, dass es sich bei den Investoren nicht um bisherige Aktionäre handelt.

Da die Investoren noch keine Aktionäre sind und diesen Status nur im Fall einer Finanzierungsrunde erwerben, kann die Leistung des Investmentbetrages bei Unterzeichnung steuerlich nicht als Zuschuss in das Eigenkapital und da-

⁹⁹ BÖCKLI, Rechnungslegung, N 449 f. und N 456; BSK OR II-NEUHAUS-BALKANYI, Art. 671 N 15 f.; BSK OR II-NEUHAUS/GERBER, Art. 959a N 73 f. und N 81; HWP, 226 ff.; veb.ch Praxiskommen-tar-GUTSCHE, Art. 959a OR N 144 f. und N 156.

¹⁰⁰ Vgl. ESTV, KS 29b, Ziff. 2.1, 3.1, 4.1 und 9; vgl. hierzu eingehend OESTERHELT, KS 29b.

mit als KER behandelt werden, weil ein solcher gemäss Art. 20 Abs. 3 DBG und Art. 5 Abs. 1^{bis} VStG direkt durch den Inhaber der Beteiligungsrechte zu erfolgen hat.¹⁰¹

Aus rechnungslegungsrechtlicher Sicht kommt eine Zuweisung in die gesetzliche Kapitalreserve bei einer Leistung durch einen neuen Investor, welcher noch nicht Aktionär ist und die Zahlung nicht als Einlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung erbringt, ebenfalls nicht in Betracht, weil es sich damit nicht um eine Kapitaleinlage eines Aktionärs handelt.¹⁰² Da dem Schweizer Aktienrecht eine nicht rückzahlbare Vorauszahlung für eine aufschiebend bedingte, noch nicht beschlossene Kapitalerhöhung fremd ist, überrascht es auch nicht, dass eine solche Möglichkeit auch im OR-Rechnungslegungsrecht nicht vorgesehen ist.

Da im Zeitpunkt der Zahlung der Investmentbetrag mangels Aktionärseigenschaft der Investoren nicht als Zuschuss ins Eigenkapital qualifiziert, kann die Zahlung nur erfolgswirksam verbucht werden und hätte damit für die Gesellschaft bei Erzielung eines Reingewinns aufgrund des Investments unerwünschte Gewinnsteuerfolgen.

Nun könnte man versuchen, das Problem zu lösen, indem die Gründer dem Seed-Investoren vor seinem Investment eine Aktie verkaufen oder dieser eine neu auszugebende Aktie erwirbt. Ein solches Vorgehen wäre aber bereits wieder mit erheblicher Komplexität verbunden, da Bewertungen plötzlich doch eine Rolle spielen könnten und das Schicksal dieser Aktien vertraglich zu regeln und gesellschaftsrechtlich zu berücksichtigen wäre. Zudem ist unklar, ob der dann getätigte Zuschuss ins Eigenkapital steuerlich anerkannt oder als Umgehung abgelehnt würde.

cc) Zwischenfazit

Wenn eine Schweizer Aktiengesellschaft analog dem SAFE oder KISS Equity Zahlungen von neuen Investoren ohne Rückzahlungsverpflichtung entgegennimmt, können diese nach dem Wortlaut des Gesetzes nicht als erfolgsneutrale Kapitaleinlage behandelt werden und wären damit steuerlich unattraktiv

¹⁰¹ Vgl. ESTV, KS 29b, Ziff. 2.1. Da im Rahmen der parlamentarischen Beratungen zu Art. 5 Abs. 1^{bis} VStG die Beschränkung auf „unmittelbar“ vom Gesellschafter vorgenommene Zuschüsse gestrichen wurde, ist aber zweifelhaft, ob die von der ESTV vorgenommene Beschränkung auf unmittelbar vom Gesellschafter vorgenommene Zuschüsse sachgerecht ist (vgl. OESTERHELT, Zuschüsse, 884 f.).

¹⁰² Vgl. auch BÖCKLI, Rechnungslegung, N 456; BSK OR II-NEUHAUS/GERBER, Art. 959a N 81; HWP, 227; veb.ch Praxiskommentar-GUTSCHE, Art. 959a OR N 156.

im Vergleich zu einer direkten Investition im Rahmen der Finanzierungsrunde. Ob es gelingen könnte, die Steuerbehörden von einer anderen Einstufung zu überzeugen, ist gegenwärtig offen. Das Schweizer Aktien-, Rechnungslegungs- und Steuerrecht ist somit zurzeit wohl zu wenig flexibel, um den SAFE bzw. den KISS Equity als Eigenkapitalinstrument zu übernehmen. Das neue Aktienrecht ändert daran mit der Einführung des Kapitalbandes kaum etwas.¹⁰³ Nachfolgend wird daher untersucht, ob mit alternativen Strukturen zumindest ein gleichwertiges Ergebnis erzielt werden kann.

b) *Vorzugsaktien oder Genussscheine mit Bezugsrecht zum Nennwert?*

aa) *Bezugsrecht als Recht auf Bezug einer künftig zu bestimmenden Aktienkategorie*

Mit einem SAFE bzw. KISS Equity verpflichtet sich die Gesellschaft, dem Investor bei der nächsten Finanzierungsrunde als Gegenleistung für den im Voraus geleisteten Investmentbetrag Vorzugsaktien auszugeben. Aus Sicht des Investors handelt es sich somit um ein Recht (und eine Pflicht), in der nächsten Finanzierungsrunde Aktien welcher Kategorie auch immer zu erwerben. Dieses Recht des Investors ist daher mit dem Bezugsrecht im Schweizer Aktienrecht vergleichbar. Anders als beim genehmigten und bedingten Kapital setzt das Bezugsrecht nicht voraus, dass die Art und Vorrechte der Aktien bereits beim grundsätzlichen Erwerb des Bezugsrechts bekannt sind.

Das Bezugsrecht gemäss Art. 652b OR auf einen Teil der neu ausgegebenen Aktien entsprechend der bisherigen Beteiligung kommt den bisherigen Aktionären und gegebenenfalls den bisherigen Partizipanten¹⁰⁴ zu. Daneben können jedoch sowohl Vorzugsaktien als auch Gennussscheine deren Inhabern Bezugsrechte bzw. Vorrechte auf Bezugsrechte (Vorzugsbezugsrechte) auf neue Aktien einräumen.¹⁰⁵ Diese Vorzugsbezugsrechte können so ausgestaltet werden, dass den Inhabern sämtliche Bezugsrechte für alle Aktienkategorien oder für eine bestimmte Aktienkategorie vorbehalten werden.¹⁰⁶

¹⁰³ Namentlich kann die Gesellschaft mit dem Kapitalband faktisch ein genehmigtes Kapital mit längstens fünf Jahren Laufzeit schaffen. Allerdings sieht auch das Kapitalband die Festlegung der Art der Aktien und deren Vorrechte in den Statuten vor (vgl. Art. 653s Abs. 1 und Art. 653t Abs. 1 Ziff. 4 rev. OR, AS 2020, 4018 f.).

¹⁰⁴ Vgl. Art. 656g OR.

¹⁰⁵ Art. 656 Abs. 2 OR und Art. 657 Abs. 2 OR.

¹⁰⁶ Zu den Vorzugsaktien: BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 30 und GERICKE, 114; zu den Genussscheinen: ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR N 21 und BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 82.

Das Bezugsrecht gibt dem Inhaber jedoch lediglich das Recht, im Rahmen einer Kapitalerhöhung eine bestimmte Anzahl neu ausgegebener Aktien zu den von der Generalversammlung festgelegten Konditionen zu zeichnen. Das bedeutet, dass ein KISS- bzw. SAFE-Investor erneut einen Geldbetrag investieren müsste, um bei der nächsten Finanzierungsrunde über ein Bezugsrecht Vorzugsaktien zu erwerben. Damit dieser Geldbetrag in Anbetracht des bereits geleisteten Investmentbetrages möglichst tief ausfällt, müsste die Generalversammlung bei der nächsten Finanzierungsrunde wiederum eine Kapitalerhöhung mit zwei unterschiedlichen Ausgabebeträgen beschliessen:

- a) Für die KISS- bzw. SAFE Investoren zum Ausgabebetrag in Höhe des Nennwertes der Vorzugsaktien;¹⁰⁷ und
- b) Für die Investoren in der Finanzierungsrunde zum verhandelten Ausgabebetrag.

Die den KISS- bzw. SAFE-Investoren zu gewährenden Vorzugsbezugsrechte wären daher so auszugestalten, dass sie sich auf die erste Kapitalerhöhung zum Nennwert beschränken.¹⁰⁸ Schliesslich müssten die bei der ersten Kapitalerhöhung auszugebenden Vorzugsaktien wiederum statutarisch so ausgestaltet werden, dass für die Liquidations- und Dividendenpräferenz auf den eigentlichen Wandlungspreis und nicht den einbezahlten Ausgabebetrag in Höhe des Nennwertes abgestellt wird. Dasselbe gilt für die vertragliche Vereinbarung der Liquidations- und Dividendenpräferenz sowie des Verwässerungsschutzes unter den Aktionären im Rahmen des Aktionärbindungsvertrages.

Aus Sicht der Gesellschaft bzw. des Verwaltungsrates der Gesellschaft ist zudem zu berücksichtigen, dass zum einen bei der nächsten Finanzierungsrunde ein entsprechender Generalversammlungsbeschluss erforderlich ist und die Aktien in der ersten Kapitalerhöhung zu einem Ausgabebetrag unter dem Marktwert¹⁰⁹ ausgegeben würden. Zwecks Absicherung müsste die Unterstützung der bisherigen Aktionäre somit bereits vor der Unterzeichnung des KISS bzw. SAFE sichergestellt werden, indem sich diese vertraglich verpflichten, ihre Stimmrechte in der Generalversammlung und im Verwaltungsrat entsprechend auszuüben.

¹⁰⁷ Art. 624 Abs. 1 OR.

¹⁰⁸ Zum Bezugsrecht der KISS- bzw. SAFE-Investoren in der Finanzierungsrunde, siehe unten, III.2.d).

¹⁰⁹ Davon ausgehend, dass der verhandelte Ausgabebetrag in der Finanzierungsrunde dem Marktwert entspricht.

Für den KISS- bzw. SAFE-Investor wäre ein solches Investment trotz Gewährung eines Vorzugsbezugsrechts aber mit dem (eher geringen) Risiko verbunden, dass bei der nächsten Finanzierungsrunde die Aktionäre trotz vertraglicher Verpflichtung der ersten Kapitalerhöhung zum Nennwert nicht zustimmen. Eine Realvollstreckung der vertraglichen Verpflichtungen der Aktionäre, einer Kapitalerhöhung zum Nennwert zuzustimmen, wäre umständlich und kann lange dauern.¹¹⁰

Die Gewährung von Vorzugsbezugsrechten wäre somit grundsätzlich möglich, bedarf aber der Ausgabe von Vorzugsaktien oder Genussscheinen an die KISS- bzw. SAFE-Investoren, welche nachfolgend geprüft wird.

bb) Ausgabe von Vorzugsaktien mit Bezugsrecht

Die Gesellschaft könnte den KISS- bzw. SAFE-Investoren direkt als Gegenleistung für den Investmentbetrag Vorzugsaktien mit Vorzugsbezugsrechten ausgeben. Dies hätte den Vorteil, dass die Zahlung des Investmentbetrages wie bei einer Finanzierungsrunde als Leistung des Ausgabebetrages für diese Vorzugsaktien erfolgsneutral erfolgen kann und die Gesellschaft im Umfang des Agio KER bilden kann.¹¹¹

Es versteht sich aber von selbst, dass die Gesellschaft bei einer solchen Konstruktion bereits bei Abschluss des KISS Equity bzw. SAFE eine Kapitalerhöhung vornehmen müsste, um diese spezielle Kategorie von Vorzugsaktien auszugeben. Eine solche Kapitalerhöhung ist aufwendig und aufgrund der Besonderheiten des Vorzugsbezugsrechts auch relativ kompliziert. Dies widerspricht damit der Grundidee von KISS und SAFE, einfach, schnell und zu tiefen Transaktionskosten und vor allem ohne Ausgabe von Aktien Geld aufzunehmen. Zudem wären die KISS- bzw. SAFE-Investoren durch die Ausgabe der Vorzugsaktien bereits von Anfang an Aktionäre und hätten damit sämtliche Aktionärsrechte, insbesondere ein Stimmrecht im Umfang der Vorzugsaktien, was bei KISS und SAFE gerade nicht gewollt ist. Die Ausgabe von Vorzugsaktien zur Gewährung von Vorzugsbezugsrechten scheint damit in der Praxis ungeeignet, um einen KISS bzw. SAFE im Schweizer Recht abzubilden.

cc) Ausgabe von Genussscheinen mit Bezugsrecht?

Gemäss Art. 657 Abs. 1 OR können Genussscheine an Personen ausgegeben werden, „die mit der Gesellschaft durch frühere Kapitalbeteiligung oder als

¹¹⁰ Vgl. dazu GERICKE, 123 f.

¹¹¹ Siehe oben, III.1.a)bb).

Aktionär, Gläubiger, Arbeitnehmer oder in ähnlicher Weise verbunden sind.“ Dem Genussschein kommt aber keine Finanzierungsfunktion zu, sondern es handelt sich um ein Kapitalersatzmittel. Die Ausgabe von Genussscheinen setzt daher voraus, dass die genussberechtigten Personen der Gesellschaft besondere Leistungen erbracht haben, welche die Gesellschaft nicht mit Barmitteln entschädigen will.¹¹² Nach Ansicht gewisser Autoren ist der Genussschein daher mangels Verbundenheit nicht geeignet, um Kapital bei neuen Investoren aufzunehmen.¹¹³ Der Begriff der ähnlichen Verbundenheit sollte jedoch weit ausgelegt werden.¹¹⁴ Ein KISS- bzw. SAFE-Investor ist bereit, der Gesellschaft den vereinbarten Investmentbetrag vorab zur Verfügung zu stellen und trägt damit das Risiko, dass er ohne eine erfolgreiche Finanzierungsrunde nie Aktien der Gesellschaft erhält. Beim SAFE bzw. KISS Equity hat der Investor von Beginn weg keinen Rückzahlungsanspruch, weshalb der von ihm eingeräumte Vorteil mit einem Forderungsverzicht eines Gläubigers vergleichbar ist. Der KISS- bzw. SAFE-Investor sollte daher ebenfalls berechtigt sein, Genussscheine zu erhalten.

Der Genussschein darf aber gemäss Art. 657 Abs. 3 OR keinen Nennwert haben und nicht gegen eine Einlage ausgegeben werden, die unter den Aktiven der Bilanz ausgewiesen wird.¹¹⁵ Die Zahlung des Investmentbetrages kann daher bei der Ausgabe von Genussscheinen wiederum nicht als Kapitaleinlage behandelt werden, d.h. es ist keine Bildung von KER möglich, und müsste somit voraussichtlich erfolgswirksam verbucht werden. Die Ausgabe von Genussscheinen wäre damit auch steuerlich nicht attraktiv.

c) *Optionen mit Ausübungspreis zum Nennwert?*

Eine weitere zu prüfende Möglichkeit, um den KISS Equity bzw. den SAFE als Eigenkapitalinstrument im Schweizer Recht auszugestalten, wäre die Ausgabe von Optionen zum Erwerb von Vorzugsaktien in der nächsten Finanzierungsrunde. Die Optionen würden dabei gegen den Investmentbetrag, d.h. zu einem relativ hohen Optionspreis, ausgegeben, wobei diese bei Eintritt einer Finanzierungsrunde zum Nennwert, d.h. zu einem möglichst tiefen Ausübungspreis, ausgeübt werden könnten.

¹¹² BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, Art. 657 N 2; ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR N 2.

¹¹³ BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 75; ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR N 2, nicht aber für Personen, die bereit sind, in Zukunft Finanzmittel zur Verfügung zu stellen (ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR N 12).

¹¹⁴ So auch ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR N 12.

¹¹⁵ Vgl. dazu BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 78; BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, Art. 657 N 5.

Bei einer solchen Lösung stellen sich jedoch mehrere rechtliche Herausforderungen bei der Ausgestaltung der Optionen. Zunächst handelt es sich dabei um einfache bzw. nackte Optionen, d.h. um Optionen, die nicht im Sinne von Art. 653 OR mit Anlehens- oder ähnlichen Obligationen verbunden sind und deren Bedingungen einseitig von der Gesellschaft festgelegt werden.¹¹⁶ Solche einfachen Optionen, welche durch bedingtes Kapital unterlegt werden, sind in der Form von Aktionärsoptionen unbestritten.¹¹⁷ In der Praxis werden häufig auch Optionsausgaben an Konzerngesellschaften und Dritte auf bedingtes Kapital gestützt, was nach wohl h.L. zulässig ist.¹¹⁸

Wie oben ausgeführt, ist das bedingte Kapital für die Unterlegung des KISS bzw. SAFE jedoch ungeeignet, weil bereits bei der Schaffung von bedingtem Kapital in den Statuten die Vorrechte einzelner Kategorien von Aktien enthalten sein müssen, welche aber im Zeitpunkt der Ausgabe des KISS bzw. SAFE noch nicht feststehen.¹¹⁹

Für die Ausgabe von Vorzugsaktien an die KISS- bzw. SAFE-Investoren in der nächsten Finanzierungsrunde ist die Gesellschaft somit immer auf die Zustimmung der Generalversammlung zu einer ordentlichen Kapitalerhöhung im Zeitpunkt der nächsten Finanzierungsrunde angewiesen. Um den KISS- bzw. SAFE-Investoren auf vertraglicher Basis ein Recht zum Erwerb von Vorzugsaktien zum Nennwert in der nächsten Finanzierungsrunde zu gewähren, sind daher wiederum die bisherigen Aktionäre vertraglich einzubinden.

Die Frage, ob die Gesellschaft unter den oben beschriebenen Umständen den KISS- bzw. SAFE-Investoren rechtsgültig solche vertraglich eingeräumten Zeichnungs- bzw. Erwerbsrechte (bzw. Optionen) einräumen kann, kann derzeit jedoch offengelassen werden. Denn eine solche Ausgestaltung als Eigenkapitalinstrument dürfte ebenfalls an der steuerlichen Behandlung scheitern, da der Investmentbetrag mangels Kapitaleinlage im Sinne von Art. 20 Abs. 3 DBG und Art. 5 Abs. 1^{bis} VStG dem Vernehmen nach auch in diesem Fall nicht zur Schaffung von KER verwendet werden kann und als Optionspreis erfolgswirksam zu verbuchen wäre.

¹¹⁶ REUTTER/RAUN, 54; WENGER, 163.

¹¹⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 196 ff.; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653 N 17 f.; FORSTMOSER, § 52 N 331; OFK-LAMBERT/GERICKE, Art. 653 OR N 9; WENGER, 158 f.

¹¹⁸ WENGER, 163 f.; FORSTMOSER, § 52 N 333 f.; OFK-LAMBERT/GERICKE, Art. 653 OR N 13; REUTTER/RAUN, 54 f.; a.M. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653 N 20a.

¹¹⁹ Siehe oben, III.1.a)aa).

d) *Fazit: Keine sinnvolle Ausgestaltung als Eigenkapitalinstrument*

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass im Rahmen des Schweizer Aktien-, Rechnungslegungs- und Steuerrechts *de lege lata* und der gegenwärtigen Steuerpraxis eine praktikable bzw. wirtschaftlich sinnvolle Abbildung der SAFE- bzw. KISS Equity-Konzepte kaum möglich ist. Die Verwendung des SAFE bzw. des KISS Equity ist nur dann denkbar, wenn einerseits die Zahlung des Investmentbetrages steuerlich als Kapitaleinlage gewertet und erfolgsneutral erfolgen kann und andererseits die aufgeschobene Ausgabe der Vorzugsaktien in der nächsten Finanzierungsrunde einfach, unkompliziert und mit der notwendigen Rechtssicherheit verankert werden kann. Die gegenwärtige Steuerpraxis scheint hierfür keine Hand zu bieten und das Aktienrecht ist zu wenig flexibel, wobei das revidierte Aktienrecht in dieser Hinsicht auch keine Abhilfe bringt.

2. Ausgestaltung als Schuldinstrument (Darlehen)

Im Gegensatz zum SAFE und KISS Equity enthält der KISS Debt eine Verpflichtung der Gesellschaft, den Investmentbetrag einschliesslich Zinsen auf Verlangen der „Majority in Interest“ jederzeit nach dem vereinbarten „Maturity Date“ zurückzuzahlen.¹²⁰ Übertragen in das schweizerische Recht ist die Vertragsbeziehung zwischen dem KISS-Investor und der Gesellschaft aufgrund der Pflicht des KISS-Investors zur Übertragung des Investmentbetrages und der Pflicht der Gesellschaft zur Rückerstattung mithin als Darlehen im Sinne von Art. 312 ff. OR zu qualifizieren.¹²¹ Als Verbindlichkeit der Gesellschaft stellt der Investmentbetrag Fremdkapital der Gesellschaft dar.¹²²

Nachfolgend wird daher zunächst die vertragsrechtliche Ausgestaltung des KISS Debt nach Schweizer Recht analysiert, bevor in einem zweiten Schritt die aktienrechtlichen Möglichkeiten zur Bereitstellung der Aktien für die vertraglich vorgesehenen Wandlungsmechanismen untersucht werden. Zum Schluss werden auch die Zusicherungen der Gesellschaft sowie die den KISS-Investoren zusätzlich gewährten Rechte nach Schweizer Recht beleuchtet.

Der schweizerischen Venture Capital-Praxis sind Wandeldarlehen in der Form von Venture Loans natürlich seit Jahren bekannt. Dabei werden vereinzelt auch Verträge verwendet, welche die Art und Zahl der Aktien, in welche gewandelt wird, von der nächsten Finanzierungsrunde abhängig machen. Doch

¹²⁰ Vgl. Einleitungsklausel KISS Debt.

¹²¹ Vgl. BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, Art. 312 N 1.

¹²² Art. 959 Abs. 5 OR; zur Wandelanleihe: HWP, 209; veb.ch Praxiskommentar-GUTSCHE, Art. 959a OR N 124.

sind diese oft nicht ausgereift und können daher zu Fehlanreizen bzw. Unzufriedenheit entweder auf Seite der Investoren oder auf Seite der Gründer bzw. der Gesellschaft führen. Demgegenüber bieten die Regelungen von KISS und SAFE ein relativ einfaches, aber dennoch fein austariertes System von Risiko und Belohnung bzw. Unsicherheit und Absicherung.

a) *Wandeldarlehen*

Im Vergleich zu einem gewöhnlichen Darlehen besteht die Besonderheit eines Wandeldarlehens darin, dass dem Darlehensgeber das Recht zukommt, anstelle der Rückerstattung des Darlehens unter bestimmten Bedingungen die Übertragung einer bestimmten Anzahl von Gesellschaftsanteilen gegen Verrechnung zu verlangen.¹²³ Aufgrund der im KISS Debt vorgesehenen Wandlungsmechanismen mit Wandelrechten und einer Pflichtwandlung,¹²⁴ welche anstelle der Rückerstattung des Investmentbetrages die Ausgabe von Aktien durch die Gesellschaft vorsehen, handelt es sich beim KISS Debt somit um ein (Pflicht-)Wandeldarlehen.

aa) *Darlehenskonditionen*

Der KISS Debt sieht vor, dass der Investmentbetrag ab Datum der Ausgabe des KISS (d.h. ab Unterzeichnung) mit einem Zinssatz von vier Prozent *per annum* mit jährlicher Kapitalisierung zu verzinsen ist.¹²⁵ Von dieser Regelung kann natürlich abgewichen werden und (unter Schweizer Recht im Rahmen der Höchstzinsvorschriften¹²⁶) ein anderer Zinssatz vereinbart werden. Unseres Erachtens würde dem Wesen der amerikanischen Konzepte jedoch widersprochen und ihre Balance und Zielsetzung zerstört, wenn Parteien reflexartig die in klassischen Venture Capital-Verträgen oft gesehenen acht Prozent Zins vereinbaren würden. In der Ausgestaltung als Schuldinstrument geht es nicht darum, den Investoren einen eigentlichen Ertrag durch Zinsen zu verschaffen. Vielmehr steht auch hier die Nähe zum Eigenkapitalinvestment im Vordergrund, welches durch einen entsprechenden Vorteil bei der Wandlung abgegolten werden soll. Namentlich können die Parteien auch vereinbaren, dass

¹²³ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, Art. 312 N 25; MEYER/ZELLER, 186; VON SALIS-LÜTOLF, Risikoverteilung, 218.

¹²⁴ Siehe unten, III.2.a)bb).

¹²⁵ Vgl. Einleitungsklausel und Definition „Interest Rate“ in Ziff. 1(j) KISS Debt.

¹²⁶ Vgl. dazu BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, Art. 313 N 9 ff.

das Wandeldarlehen unverzinslich ist,¹²⁷ um die Konditionen möglichst nahe dem SAFE bzw. dem KISS Equity anzugleichen, welche keine Zinsen vorsehen. Sofern die Darlehensgeber unter dem Wandeldarlehen (noch) keine Beteiligte an der Gesellschaft sind, sind die von der ESTV jährlich publizierten Höchstzinssätze für Darlehen von Nahestehenden nicht zu beachten.¹²⁸

Sofern es bis zum „Maturity Date“ (18 Monate nach Ausgabe des KISS) nicht zu einer Wandlung des Investmentbetrages in Aktien kommt, hat die Gesellschaft den Investmentbetrag einschliesslich Zinsen gemäss der Vorlage des KISS Debt auf Verlangen der „Majority in Interest“ zurückzuzahlen.¹²⁹ Eine vorzeitige Rückzahlung des Darlehens durch die Gesellschaft ist auch möglich, bedarf jedoch der vorgängigen Zustimmung des jeweiligen KISS-Investors.¹³⁰ Die Rückzahlung des Darlehens wird somit mit dem „Maturity Date“ nicht automatisch fällig, sondern erst wenn die KISS-Investoren die Rückzahlung fordern. Das „Maturity Date“ bestimmt damit die Mindestdauer des Darlehens, vor dessen Ablauf keine Rückzahlung verlangt werden kann. Die ordentliche Beendigungsfrist von sechs Wochen gemäss Art. 318 OR findet daher aufgrund der bestimmten Dauer während der Mindestdauer keine Anwendung, gilt aber mangels anderweitiger Regelung nach Ablauf der vereinbarten Mindestdauer.¹³¹ Bei Verwendung der KISS-Vorlage für ein Wandeldarlehen nach Schweizer Recht sollten sich die Parteien deshalb auf eine Kündigungsfrist nach Ablauf der Mindestdauer einigen, falls die Anwendung von Art. 318 OR nicht gewünscht ist. Anstelle der in der KISS-Vorlage vorgesehenen Mindestdauer von 18 Monaten können sich die Parteien auch auf eine kürzere oder längere Mindestdauer einigen.

Die Rückzahlung kann nur durch die „Majority in Interest“¹³², nicht aber den einzelnen KISS-Investor verlangt werden, obwohl der einzelne KISS nur zwischen der Gesellschaft und dem jeweiligen KISS-Investor abgeschlossen wird. Diese Regelung ist zwecks Verhinderung von „hold out“-Problemen und der Verfolgung von Partikularinteressen von Bedeutung, fehlt aber bei den meisten Venture Loans schweizerischer Prägung. Aus Sicht des KISS-Investors ist es entsprechend wichtig zu wissen, wer die anderen KISS-Investoren sind und wie hoch deren Beteiligung am Gesamtbetrag der KISSes der gleichen Serie

¹²⁷ Da im kaufmännischen Verkehr gemäss Art. 313 Abs. 2 OR auch ohne Verabredung Zinsen geschuldet sind, müssten die Parteien die Unverzinslichkeit ausdrücklich verabreden. Vgl. BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, Art. 313 N 2 f.

¹²⁸ OESTERHELT, Zinssätze, 187.

¹²⁹ Vgl. Einleitungsklausel und Definition „Maturity Date“ in Ziff. 1(n) KISS Debt.

¹³⁰ Vgl. Ziff. 5.3 KISS Debt.

¹³¹ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, Art. 318 N 3 und 6; ZK-HIGI, Art. 318 OR N 22.

¹³² Zur Definition siehe oben, II.5.d).

ist. Eine entsprechende Informationspflicht der Gesellschaft sowie das Einverständnis des KISS-Investors zur Weitergabe dieser Informationen über seine Person (einschliesslich allfälliger Änderungen derselben) an andere KISS-Investoren sollte daher vertraglich explizit vereinbart werden.

Neben der Klarstellung, dass der KISS eine ungesicherte Verbindlichkeit der Gesellschaft darstellt,¹³³ enthält der KISS Debt keine weiteren darlehensspezifischen Bestimmungen. Die Gesellschaft gibt dem KISS-Investor zwar gewisse Zusicherungen ab.¹³⁴ Sind diese Zusicherungen unrichtig, hat dies aber keine direkten Auswirkungen auf das Darlehen, insbesondere keine vorzeitige Fälligkeit oder die Entstehung eines vorzeitigen Beendigungsrechts des Investors. Der KISS enthält mit Ausnahme der Informationsrechte der Investoren¹³⁵ auch keine für Bank- und andere Geschäftsdarlehen üblichen Verpflichtungen („Covenants“), welche die Gesellschaft verpflichten, eine bestimmte Handlung vorzunehmen oder zu unterlassen, z.B. gewisse Finanzkennzahlen beizubehalten oder keine Dividenden auszuschütten.

bb) Wandlungsmechanismen

Beim KISS Debt sind drei verschiedene Wandlungsmechanismen vorgesehen, welche nachfolgend aus vertragsrechtlicher Perspektive untersucht werden.

aaa) Pflichtwandlung bei Finanzierungsrunde

Beim Vollzug der nächsten Finanzierungsrunde soll der KISS „automatisch“ in eine über den Wandlungspreis¹³⁶ zu bestimmende Anzahl Vorzugsaktien gewandelt werden. Die Gesellschaft hat daher den KISS-Investor spätestens fünf Tage vor Vollzug der Finanzierungsrunde schriftlich über die Bedingungen der Ausgabe der Vorzugsaktien zu informieren.¹³⁷

Diese Wandlungsbestimmung ist u.E. als Pflicht zur Wandlung des Darlehens in Vorzugsaktien, d.h. als Pflichtwandlung bzw. zwangsweise Wandlung,¹³⁸ zu verstehen, welche durch den Eintritt der nächsten Finanzierungsrunde als ein bestimmtes Ereignis bedingt ist. Der KISS ist daher in dieser Hinsicht mit ei-

¹³³ Vgl. Ziff. 5.5 KISS Debt.

¹³⁴ Siehe unten, III.2.c).

¹³⁵ Vgl. Ziff. 5.2(a) KISS Debt.

¹³⁶ Zur Bestimmung des Wandlungspreises siehe oben, II.5.a)dd).

¹³⁷ Siehe oben, II.5.a); vgl. Ziff. 2.1 KISS Debt.

¹³⁸ Der Begriff „automatically“ sollte nach Ansicht der Autoren bei der Ausgestaltung des Wandeldarlelehens einer Schweizer Aktiengesellschaft vermieden werden. Stattdessen wäre es zutreffender von einer „mandatory conversion“ zu sprechen.

ner Pflichtwandelanleihe („Mandatory Convertible Bonds“) bzw. mit einer bedingten Pflichtwandelanleihe („Contingent Convertible Bonds“) vergleichbar.¹³⁹ Da eine solche Finanzierungsrunde durch die Gesellschaft verhandelt werden muss, ist der Eintritt zwar objektiv bestimmbar, hängt aber vom Willen der Gesellschaft ab, mit Investoren eine entsprechende Finanzierungsrunde abzuschliessen. Eine von einem Willensentscheid des Emittenten abhängige Zwangswandlung ist gemäss Lehre auch bei der bedingten Pflichtwandelanleihe denkbar.¹⁴⁰ Aufgrund der Vertragsfreiheit ist daher auch bei einem (Pflicht-)Wandeldarlehen die Auslösung der Pflichtwandlung durch ein von der Gesellschaft abhängiges, objektiv bestimmbares Ereignis zulässig.¹⁴¹

Zwangsweise Wandlung bedeutet zum einen, dass der KISS-Investor nach Information durch die Gesellschaft verpflichtet ist, die Wandlung des Investmentbetrages in Vorzugsaktien zu akzeptieren.¹⁴² Der KISS verpflichtet daher den KISS-Investor, sämtliche für die Wandlung erforderlichen Verträge zu unterzeichnen.¹⁴³ Dies sollte auch die Abgabe von erforderlichen Zeichnungs- bzw. Ausübungs- sowie der damit verbundenen Verrechnungserklärung umfassen. Zwecks Klarstellung sollte dies aber bei Verwendung des KISS Debt als Grundlage für einen Vertrag nach Schweizer Recht ausdrücklich angenommen werden. Zum anderen ergibt sich aus der Pflichtwandlung auch eine vertragliche Pflicht der Gesellschaft, dafür zu sorgen, dass der KISS-Investor bei einer Finanzierungsrunde die vereinbarte Anzahl und Kategorie von Vorzugsaktien zum daraus abgeleiteten Wandlungspreis erhält. Da sich eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht ohne entsprechenden Generalversammlungsbeschluss über eine Kapitalerhöhung nicht rechtsgültig zur Ausgabe von Aktien verpflichten kann,¹⁴⁴ muss der KISS-Investor die Umsetzung der Pflichtwandlung durch vertragliche Einbindung der Aktionäre bzw. anderweitig absichern.¹⁴⁵

bbb) Wandelrecht der „Majority in Interest“ ab „Maturity Date“

Sofern der KISS nicht vorgängig gewandelt wird, kann die „Majority in Interest“ am oder nach dem vereinbarten „Maturity Date“ anstelle der Rückzahlung ver-

¹³⁹ Vgl. dazu REUTTER/WEBER, 131 f.

¹⁴⁰ BSK Wertpapierrecht-REUTTER/STEINMANN, Vor Art. 1157–1186 OR N 23; REUTTER/WEBER, 131.

¹⁴¹ Zu „Trigger Events“ bei Startups vgl. auch MEYER/ZELLER, 186.

¹⁴² MEYER/ZELLER, 186.

¹⁴³ Vgl. Ziff. 5.9 KISS Debt.

¹⁴⁴ BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 78; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 650 N 31; FREY, 44 f.; FRICK, N 779; REUTTER/RAUN, 44; a.M. VON SALIS-LÜTOLF, Finanzierungsverträge, N 180, mit Verweis auf BGE 96 II 22 f. betr. Unmöglichkeit der Leistung gemäss Art. 20 OR.

¹⁴⁵ Siehe unten, III.2.b)aa).

langen, dass der KISS in eine über den Valuation Cap Preis zu bestimmende Anzahl Aktien der Kategorie „Series Seed Preferred Stock“, d.h. eine im Voraus bestimmte Kategorie von Vorzugsaktien, gewandelt wird.¹⁴⁶ Nach Ablauf der durch das „Maturity Date“ definierten Mindestdauer erfolgt somit nicht wie bei einer Pflichtwandelanleihe zwingend eine Wandlung des Darlehens in Aktien,¹⁴⁷ sondern es tritt ein Wandelrecht der „Majority in Interest“ hinzu. Solange diese weder die Rückzahlung noch die Wandlung verlangt, kommt im Falle einer Finanzierungsrunde nach dem „Maturity Date“ nach wie vor die Pflicht zur Wandlung in Vorzugsaktien zur Anwendung. Eine Ausübungsfrist, innert welcher die „Majority in Interest“ ihr Wandelrecht ausüben kann, ist nicht vorgesehen. Im Schweizer Kontext wäre fraglich, ob ein zeitlich unbefristetes Wandelrecht in Anbetracht von Art. 27 ZGB zulässig ist. Da das Wandeldarlehen mangels Regelung nach Ablauf der Mindestdauer unter Einhaltung einer sechswöchigen Frist gemäss Art. 318 OR beendet werden kann,¹⁴⁸ geht das Wandelrecht jedoch spätestens mit der Beendigung und Rückzahlung des Darlehens unter und ist damit nicht unbefristet. Wie für die Kündigungsfrist nach Ablauf der Mindestdauer würde eine vertragliche Regelung der Ausübungsfrist des Wandelrechts zwischen den Parteien aber helfen, klare Verhältnisse zu schaffen.

Das Wandelrecht steht wie das Recht, die Rückzahlung des Darlehens zu verlangen, der „Majority in Interest“ und nicht dem einzelnen KISS-Investor zu.¹⁴⁹ Die Ausübung des Wandelrechts hat deshalb auch die Wandlung aller KISSes der gleichen Serie zur Folge. Für die Ausübung des Wandelrechts ist der KISS-Investor somit auf Dritte angewiesen, sofern er nicht über eine Mehrheitsbeteiligung am Gesamtbetrag der KISSes der jeweiligen Serie verfügt. Der einzelne KISS-Investor hat daher ein berechtigtes Interesse die Identität der anderen KISS-Investoren zu kennen und sollte deshalb ein entsprechendes vertragliches Informationsrecht verlangen.¹⁵⁰

In Bezug auf die bei Ausübung des Wandelrechts auszugebenden Aktien verweist der KISS auf die Konditionen der Finanzierungsdocumentation von serieseed.com.¹⁵¹ Dabei handelt es sich jedoch um Finanzierungsverträge nach US-amerikanischen Standards, welche nicht einfach ins Schweizer Recht übernommen werden können. Die Parteien sollten daher die Vorrechte der auszugebenden Vorzugsaktien vertraglich definieren. Anders als bei der

¹⁴⁶ Siehe oben, II.5.d); vgl. Ziff. 2.3 KISS Debt.

¹⁴⁷ Vgl. REUTTER/WEBER, 131.

¹⁴⁸ Siehe oben, III.2.a)aa).

¹⁴⁹ Vgl. Ziff. 2.3 KISS Debt.

¹⁵⁰ Siehe oben, III.2.a)aa).

¹⁵¹ Vgl. Ziff. 1(a)(iii) KISS Debt.

Pflichtwandlung bei einer Finanzierungsrunde lassen sich die Vorrechte der Aktien bei dieser Wandlungsmöglichkeit jedoch im Voraus festlegen. Somit kann sie durch bedingtes Kapital unterlegt werden.¹⁵²

ccc) Wahlrecht des Investors bei Kontrollwechseltransaktion

Falls vor der Finanzierungsrunde eine Kontrollwechseltransaktion stattfindet, kann der einzelne KISS-Investor verlangen, dass der KISS in eine über den Valuation Cap Preis zu bestimmende Anzahl Stammaktien gewandelt wird.¹⁵³ Dasselbe gilt im Fall einer Auflösung der Gesellschaft, wobei ein KISS-Investor im Konkurs der Gesellschaft nie die Wandlung seiner Darlehensforderung in Stammaktien verlangen wird, weil er dadurch schlechter gestellt würde.

Es handelt sich somit um ein Wandelrecht des einzelnen KISS-Investors. Dieses ist als Wahlrecht ausgestaltet, d.h. der Investor kann entweder die Wandlung oder die Zahlung eines bestimmten Betrages¹⁵⁴ verlangen. Der KISS enthält jedoch weder eine Ausübungsfrist noch eine Regelung, wie der KISS zu behandeln ist, wenn der Investor sein Wahlrecht nicht ausübt. Mangels Regelung ist unklar, wie die Gesellschaft in einem solchen Fall handeln kann, weshalb eine vertragliche Regelung zu empfehlen ist, z.B. eine Ausübungsfrist von 5 Tagen sowie die Vermutung, dass der Investor bei Nichtausübung Zahlung anstatt Wandlung wünscht.

Aufgrund der Wandlung in Stammaktien sind auch für dieses Wandelrecht Art und Kategorie der Aktien im Voraus festgelegt, was eine Unterlegung durch bedingtes Kapital ermöglicht.¹⁵⁵

ddd) Weitere vertragliche Wandlungsbestimmungen

Gemäss Ziff. 2.4 des KISS Debt hat die Gesellschaft bei einer Wandlung anstelle von Bruchteilen von Aktien einen entsprechenden Geldbetrag zu zahlen. Diese Regelung ist auch aus Sicht des Schweizer Rechts erforderlich, weil die Gesellschaft keine Bruchteile von Aktien ausgeben kann. Zudem besteht dadurch Klarheit, dass bei Berechnung der auszugebenden Aktien abgerundet wird und der Restbetrag auszuzahlen ist.

¹⁵² Siehe unten, III.2.b)bb).

¹⁵³ Siehe oben, II.5.b); vgl. Ziff. 2.2 KISS Debt.

¹⁵⁴ Das „Corporate Transaction Payment“ ist definiert als zweimal der Investmentbetrag plus Zinsen (vgl. Ziff. 1(d) KISS Debt), wobei die Parteien einen tieferen oder höheren Betrag vereinbaren können.

¹⁵⁵ Siehe unten, III.2.b)bb).

cc) *Weitere Erwägungen unter Schweizer Recht*

Bei der vertraglichen Ausgestaltung des KISS als Wandeldarlehen sollten zudem die Kapitalschutzvorschriften des Aktienrechts sowie die Verrechnungssteuerfolgen berücksichtigt werden.

aaa) *Kapitalschutz*

Nimmt eine Gesellschaft ein (Wandel-)Darlehen auf, so kann sie aktivseitig den Darlehensbetrag als Cash verbuchen, während sie passivseitig einen gleich hohen Betrag als Verbindlichkeit im Fremdkapital einbucht. Nun haben Startups in dieser Phase aufgrund der Aufwendungen für die Entwicklung der Geschäftsidee und mangels Umsatz einen negativen Cash-Flow und verbrauchen den Cash-Betrag weitgehend für Löhne und andere nicht aktivierbare Zwecke. Mit anderen Worten „verbrennen“ sie Geld. Aktivseitig nimmt der Cash-Betrag daher laufend ab, während sich der passivseitige eingebuchte Schuldbetrag nicht verringert (sondern aufgrund des Zinsenlaufs allenfalls gar erhöht). Da solche Startup-Unternehmen zudem häufig über keinen oder nur einen kleinen Eigenkapitalpuffer verfügen, kann schon kurz nach der Darlehensgewährung eine Überschuldungssituation gemäss Art. 725 Abs. 2 OR eintreten. Ist dieses Szenario absehbar, ist daher bereits zu Beginn ein qualifizierter Rangrücktritt (inkl. Stundung von Forderung und Zins) im Sinne von Art. 725 Abs. 2 OR in die Vereinbarung mit dem Investor aufzunehmen.

bbb) *Vermeidung der steuerlichen Qualifikation als Anleihen*

Die Idee des KISS ist grundsätzlich, dass die Gesellschaft mehrere KISSes zu identischen Bedingungen mit verschiedenen Investoren abschliesst.¹⁵⁶ Zudem ist der einzelne KISS-Investor berechtigt, den KISS oder Teile davon an Dritte abzutreten.¹⁵⁷ Dies kann zu einer steuerlichen Einstufung der Wandeldarlehen als Obligationen im Sinne von Art. 4 Abs. 1 lit. a VStG führen. Eine solche Einstufung hätte zur Folge, dass die Zinszahlungen der Schweizer Gesellschaft unter dem KISS der Verrechnungssteuer unterliegen. Um dies zu vermeiden, ist vertraglich sicherzustellen, dass das Wandeldarlehen weder als Anleiheobligation noch als Kassenobligation zu qualifizieren ist. Gemäss Praxis der ESTV müssen diesbezüglich die sogenannten 10/20 Nicht-Banken Regeln eingehalten werden:

¹⁵⁶ Vgl. Einleitungsklausel KISS Debt.

¹⁵⁷ Vgl. Ziff. 5.13 KISS Debt.

- Eine Anleiheobligation liegt vor, wenn eine Gesellschaft bei mehr als zehn Gläubigern (welche nicht Banken sind) gegen Ausgabe von Schuldanerkennungen Geld zu identischen Bedingungen aufnimmt und die gesamte Kreditsumme dabei mindestens CHF 500'000 beträgt.¹⁵⁸ Die Gesellschaft darf daher nicht mit mehr als zehn Nicht-Banken Gläubigern einen KISS zu identischen Bedingungen abschliessen. Zudem darf der einzelne KISS-Investor seinen KISS nicht in Teilforderungen abtreten.
- Eine Kassenobligation liegt vor, wenn eine Gesellschaft bei mehr als 20 Gläubigern (welche nicht Banken sind) auf einen festen Betrag lautende Schuldanerkennungen ausstehend hat und die gesamte Kreditsumme wiederum mindestens CHF 500'000 beträgt.¹⁵⁹ Dabei ist zwischen überjährigen und unterjährigen Schuldanerkennungen zu unterscheiden.¹⁶⁰ Die Gläubiger einer von der Gesellschaft ausgegebenen Anleiheobligation sind diesbezüglich unbeachtlich.

b) Bereitstellung von Aktien bei Wandlung

Sowohl aus Sicht der sich verpflichtenden Gesellschaft als auch aus Sicht des Investors stellt sich die Frage, wie die Gesellschaft die bei Wandlung erforderliche Anzahl und Kategorie von Aktien bereitstellen kann. Nachfolgend wird daher geprüft, wie die verschiedenen Wandlungsmechanismen mit Aktien unterlegt werden können.

aa) Kapitalerhöhung zur Deckung der Pflichtwandlung bei Finanzierungsrunde

Bei Wandeldarlehen werden die bei Wandlung erforderlichen Aktien in der Regel mittels bedingtem Kapital gemäss Art. 653 OR bereitgestellt.¹⁶¹ Für die Schaffung von bedingtem Kapital müssen die Vorrechte der darin enthaltenen Aktienkategorie(n) bereits in den Statuten enthalten sein.¹⁶² Das bedingte Kapital ist daher nicht geeignet, um die infolge der Pflichtwandlung auszugebenden Vorzugsaktien bei der nächsten Finanzierungsrunde zu schaffen, weil die Vorrechte der Vorzugsaktien bei Unterzeichnung des KISS noch nicht bestimmt sind, sondern erst im Rahmen der Finanzierungsrunde verhandelt werden. Zudem ist auch nicht bekannt, wie hoch das bedingte Kapital sein

¹⁵⁸ ESTV, KS 47, Ziff. 3.1.

¹⁵⁹ ESTV, KS 47, Ziff. 3.2.

¹⁶⁰ Zu den Details vgl. OESTERHELT, Verrechnungssteuer.

¹⁶¹ Zu Wandelanleihen vgl. REUTTER/WEBER, 149.

¹⁶² Art. 653b Abs. 1 Ziff. 5 OR.

müsste, da die Anzahl der auszugebenden Aktien vom in der Finanzierungsrunde zu bestimmenden Wandlungspreis abhängt. Dasselbe gilt für die Schaffung von genehmigtem Kapital,¹⁶³ welches unter gewissen Umständen für die Bereitstellung der Aktien verwendet werden kann, wenn nicht genügend bedingtes Kapital vorhanden ist.¹⁶⁴ Schliesslich ist auch die dritte, bei Wandeldarlehen bzw. -anleihen oft erwähnte Möglichkeit der Verwendung von eigenen Aktien, deren Erwerb den Einschränkungen von Art. 659 OR unterliegt,¹⁶⁵ aus demselben Grund keine praktikable Option.

Die einzige Möglichkeit, um die bei der Pflichtwandlung erforderliche Anzahl Vorzugsaktien auszugeben, ist daher eine ordentliche Kapitalerhöhung, welche erst im Zeitpunkt der Finanzierungsrunde beschlossen werden kann. Dabei hat die Kapitalerhöhung zur Ausgabe der Vorzugsaktien an die KISS-Investoren aufgrund des vereinbarten tieferen Wandlungspreises¹⁶⁶ zu einem tieferen Ausgabebetrag als dem Ausgabebetrag für die neuen Investoren in der Finanzierungsrunde zu erfolgen, d.h. die Generalversammlung hat eine Kapitalerhöhung mit zwei unterschiedlichen Ausgabebeträgen zu beschliessen. Die Gesellschaft und der KISS-Investor sind somit auf die Zustimmung der Aktionäre angewiesen, damit die Pflichtwandlung auch umgesetzt werden kann. Die bisherigen Aktionäre müssen daher bereits bei Abschluss des KISS eingebunden und verpflichtet werden, bei der nächsten Finanzierungsrunde ihre Stimmrechte in der Generalversammlung sowie im Verwaltungsrat zugunsten der für die Wandlung erforderlichen Kapitalerhöhung auszuüben und auf ihre diesbezüglichen Bezugsrechte zu verzichten.¹⁶⁷

Der KISS-Investor trägt damit das (eher geringe) Risiko, dass die Aktionäre trotz vertraglicher Verpflichtung der Kapitalerhöhung nicht zustimmen und er daher in der nächsten Finanzierungsrunde keine Vorzugsaktien erhält. Um sich diesbezüglich vertraglich abzusichern, sind verschiedene Varianten denkbar:

¹⁶³ Art. 651 Abs. 3 OR i.V.m. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 2 OR.

¹⁶⁴ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 651 N 14; REUTTER/WEBER, 150 f.; vgl. auch MEYER/ZELLER, 190 f. zur eingeschränkten Flexibilität bei Pflichtwandeldarlehen.

¹⁶⁵ Vgl. REUTTER/RAUN, 39 f.; REUTTER/WEBER, 149 f.; MEYER/ZELLER, 189.

¹⁶⁶ Siehe oben, II.5.a)dd).

¹⁶⁷ Idealerweise sollten dabei alle bisherigen Aktionäre eingebunden werden, v.a. da der Aktionärskreis bei einer Seed-Finanzierung noch überschaubar sein sollte. Falls dies nicht möglich ist, sollten zumindest die Gründeraktionäre sowie allenfalls weitere Aktionäre, welche zusammen unter Berücksichtigung von möglichen Stimmrechtsverwässerungen die für das qualifizierte Quorum gemäss Art. 704 Abs. 1 OR erforderlichen Stimmen auf sich vereinigen, eingebunden werden. Damit könnte bei Bedarf auch ein Bezugsrechtsausschluss beschlossen werden. Siehe dazu unten, III.2.b)cc). Vgl. auch MEYER/ZELLER, 190.

- So könnte der KISS-Investor verlangen, dass er bei einer fehlgeschlagenen Pflichtwandlung alternativ das Recht hat, anstelle der Vorzugsaktien einen Geldbetrag entsprechend dem Wert (d.h. dem vollen Ausgabebetrag) der ihm zustehenden Vorzugsaktien in der Finanzierungsrunde von der Gesellschaft zu fordern. Da der Wandlungspreis aufgrund von Discount bzw. Valuation Cap tiefer ist als der volle Ausgabebetrag, müsste die Gesellschaft dem KISS-Investor damit einen höheren Betrag als den Investmentbetrag zahlen. Ob und inwieweit ein solcher Anspruch als „partiarischer Darlehensanspruch“ durchsetzbar wäre, ist allerdings unklar.
- Weiter wäre ein alternativer Wandlungsanspruch möglich, der durch bedingtes Kapital auf Stammaktion unterlegt wird. Dieser würde es dem Investor erlauben, ohne weiteres Zutun der Gesellschaft eine stark verwässernde Kapitalerhöhung durchzuführen, welche sowohl die bestehenden Gründeraktionäre als auch künftige Investoren in der Finanzierungsrunde motivieren würde, dafür zu sorgen, dass die Pflichtwandlung gewährleistet wird.
- Ferner wäre auch die Ausgabe von Genussscheinen mit Bezugsrechten an den KISS-Investor als Sicherungsmassnahme denkbar, da der KISS-Investor als Gläubiger als genussberechtigte Person gemäss Art. 657 Abs. 1 OR grundsätzlich in Frage kommt.¹⁶⁸ Dabei ist zu beachten, dass die Ausgabe von Genussscheinen einen der Gesellschaft eingeräumten Vorteil entgelten soll. Fehlt ein solcher Vorteil, können Aktionäre die Einräumung von Genussscheinen aus unsachlichen Gründen anfechten.¹⁶⁹

bb) Bedingtes Kapital zur Deckung der Wandelrechte

Wandeldarlehen fallen unter den Begriff von „ähnlichen Obligationen“ gemäss Art. 653 Abs. 1 OR, weshalb die darunter eingeräumten Wandelrechte durch bedingtes Kapital sichergestellt werden können.¹⁷⁰ Im Gegensatz zur Pflichtwandlung in Vorzugsaktien ist bei Ausübung der im KISS vorgesehenen Wandelrechte eine bestimmte Kategorie von Aktien zu liefern: entweder (i) „Series Seed Preferred Stock“ ab dem „Maturity Date“, d.h. Vorzugsaktien deren Vorrechte im Voraus bestimmt werden, oder (ii) Stammaktien bei der Kontroll-

¹⁶⁸ Siehe oben, III.1.b)cc).

¹⁶⁹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 76; BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, Art. 657 N 2; ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR N 6.

¹⁷⁰ WENGER, 54 f.; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653 N 13; OFK-LAMBERT/GERICKE, Art. 653 OR N 6.

wechseltransaktion.¹⁷¹ Es ist somit grundsätzlich möglich, vorbestimmte Wandelrechte des KISS schon bei Unterzeichnung des KISS mit bedingtem Kapital zu unterlegen. Dabei sind jedoch einige Besonderheiten bei der Verwendung des bedingten Kapitals für einen KISS zu berücksichtigen.

Erstens darf das bedingte Kapital wie das genehmigte Kapital die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals nicht übersteigen.¹⁷² Zeitlich ist das bedingte Kapital hingegen unbefristet.¹⁷³ Abhängig von der für die Deckung der Wandelrechte erforderlichen Anzahl Aktien ist es daher denkbar, dass das bedingte Kapital nicht ausreicht, v.a. nicht für zwei Kategorien von Aktien. Primär sollten die beim „Maturity Date“-Wandelrecht auszugebenden „Series Seed“-Vorzugsaktien durch bedingtes Kapital sichergestellt werden. Da eine Kontrollwechseltransaktion in einer frühen Phase eher unwahrscheinlich ist und die Gesellschaft bedingtes Kapital allenfalls auch noch für Mitarbeiteroptionen benötigt, kann auf die Schaffung von bedingtem Kapital für das Kontrollwechsel-Wandelrecht unter Umständen auch verzichtet werden.

Zweitens ist zu berücksichtigen, dass für den Wandlungspreis bei beiden Wandelrechten auf den Valuation Cap Preis abgestellt wird.¹⁷⁴ Der Valuation Cap Preis ist jedoch kein fixer Betrag, sondern abhängig von der vollständig verwässerten („fully-diluted“) Kapitalisierung der Gesellschaft im Zeitpunkt der Wandlung bzw. beim Vollzug der Kontrollwechseltransaktion. Die bei Wandlung erforderliche Anzahl Aktien kann daher im Zeitpunkt der Schaffung des bedingten Kapitals nicht definitiv bestimmt werden. Da der Valuation Cap fix ist, gilt umso höher die Kapitalisierung, desto tiefer der Valuation Cap Preis und desto mehr Aktien erhält der KISS-Investor.¹⁷⁵ Da die Kapitalisierung zumindest theoretisch nach oben offen ist, ist auch der Mindestwandelpreis nach unten und damit die erforderliche Anzahl Aktien nach oben offen. In der Lehre wird die Ansicht vertreten, dass beim bedingten Kapital ein variabler Wandlungspreis nur zulässig ist, wenn sich dieser in einem vom Verwaltungsrat im Durchführungsbeschluss abgesteckten Rahmen mit einem Mindestwandelpreis bewegt.¹⁷⁶ Für die Festlegung der maximalen Anzahl von Aktien,

¹⁷¹ Vgl. Ziff. 1(a)(ii) und 1(a)(iii) KISS Debt.

¹⁷² Art. 653a Abs. 1 OR.

¹⁷³ BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 208; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653a N 5.

¹⁷⁴ Vgl. Ziff. 1(b)(ii) und 1(b)(iii) KISS Debt.

¹⁷⁵ Das für die Preisbestimmung verwendete Beispiel ging davon aus, dass die Kapitalisierung der Gesellschaft 100'000 Aktien beträgt. Daraus resultierte ein Valuation Cap Preis von CHF 10 und damit erhielt der Investor 10'000 Aktien, siehe oben, II.5.a)dd). Wenn die Kapitalisierung bei ansonsten gleichbleibenden Konditionen bei 110'000 Aktien liegt, resultiert hingegen ein Valuation Cap Preis von rund CHF 9, womit der Investor 11'000 Aktien erhält.

¹⁷⁶ REUTTER/RAUN, 55 f.; vgl. auch BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 232.

welche aus dem bedingten Kapital für einen bzw. mehrere KISS ausgegeben werden können, sollten sich die Parteien daher auf einen Mindestwandelpreis bzw. eine maximale Kapitalisierung einigen und diese vertraglich festlegen.

Drittens kann das „Maturity Date“-Wandelrecht nicht durch den einzelnen KISS-Investor für seinen KISS, sondern nur durch die „Majority in Interest“ für sämtliche KISSes der gleichen Serie ausgeübt werden. Bei Verwendung von bedingtem Kapital erhöht sich das Aktienkapital ohne weiteres in dem Zeitpunkt und in dem Umfang, in welchem das Wandelrecht ordnungsgemäss ausgeübt und die Einlagepflichten durch Verrechnung erfüllt werden.¹⁷⁷ Die Ausübung des Wandelrechts hat durch schriftliche Erklärung des Wandelberechtigten zu erfolgen und ist ein Gestaltungsrecht.¹⁷⁸ Beim KISS sind die KISS-Investoren als Gruppe Inhaber des Wandelrechts für alle KISSes der gleichen Serie und können das Wandelrecht durch Mehrheitsentscheid (d.h. basierend auf der Beteiligung am Gesamtbetrag) ausüben. Da es sich bei allen KISS-Investoren um Gläubiger der KISS-Wandeldarlehen handelt, diese gemeinsam eine schriftliche Ausübungserklärung abgeben können und die Gesellschaft aufgrund der von ihr ausgegebenen KISSes prüfen kann, ob ein Mehrheitsentscheid vorliegt, ist die Ausübung des Wandelrechts durch eine Mehrheit der KISS-Gläubiger anstatt durch jeden einzelnen KISS-Investor mit der gesetzlichen Regelung vereinbar. Um dies zu vereinfachen, könnte die Bevollmächtigung eines Vertreters aller KISS-Investoren in die Vereinbarung aufgenommen werden. Damit kann ein Vertreter ermächtigt werden, die Ausübungserklärung für alle KISS-Investoren abzugeben, falls die „Majority in Interest“ sich für eine Ausübung des Wandelrechts entscheidet.

Die Ausübungserklärung enthält bei Wandelrechten gleichzeitig auch die Verrechnungserklärung, d.h. die Erklärung, dass die Leistung des Ausgabebetrages für die Aktien (Liberierung) durch Verrechnung mit dem Darlehensbetrag erfolgt.¹⁷⁹ Da sich der einzelne KISS-Investor bei Abschluss des KISS damit einverstanden erklärt, dass die „Majority in Interest“ das Wandelrecht für seinen KISS ausüben darf, ermächtigt er konkludent auch die „Majority in Interest“ als sein Vertreter die Verrechnungserklärung abzugeben. Zusätzlich ist der KISS-Investor aufgrund von Ziff. 5.9 des KISS Debt verpflichtet, erforderliche Vereinbarungen und damit u.E. auch Erklärungen zu unterzeichnen. Wiederum

¹⁷⁷ Art. 653 Abs. 2 OR; statt vieler BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653 N 21.

¹⁷⁸ Art. 653e Abs. 1 OR; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653e N 1. Unter dem neuen Aktienrecht ist nach wie vor eine Ausübungserklärung erforderlich. Dies muss jedoch nicht mehr zwingend schriftlich erfolgen, wobei die Form der Ausübung in den Statuten angegeben werden muss (vgl. Art. 653e Abs 1 i.v.m. Art. 653b Abs 1 Ziff. 7 revOr, AS 2020, 4014).

¹⁷⁹ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653e N 2; OFK-LAMBERT/GERICKE, Art. 653e OR N 3; ZK-CRAMER, Art. 653e OR N 8.

könnte die Ernennung eines Vertreters aller KISS-Investoren die Abgabe der Verrechnungserklärung vereinfachen. Zudem ist zu beachten, dass in der Ausübungserklärung die Anzahl und Art der Aktien sowie der Ausgabebetrag pro Aktie anzugeben ist.¹⁸⁰ Die Abgabe der Ausübungserklärung setzt somit voraus, dass die „Majority in Interest“ Kenntnis aller ausgegebenen KISSes der gleichen Serie sowie der Kapitalisierung der Gesellschaft hat, um den Wandlungspreis zu bestimmen. In der Praxis ist daher davon auszugehen, dass sich die Vertreter der „Majority in Interest“ vor einer Ausübung zunächst mit der Gesellschaft absprechen.

Schliesslich ist zu beachten, dass das bedingte Kapital vor Ausgabe bzw. Unterzeichnung des KISS durch einen Beschluss der Generalversammlung mit qualifizierter Mehrheit geschaffen und im Handelsregister eingetragen werden muss.¹⁸¹ Die Aktionäre müssen damit bereits vor Abschluss des KISS und Zahlung des Investmentbetrages der Schaffung des bedingten Kapitals zustimmen. Zudem kommt den bisherigen Aktionären aufgrund des notwendigen Ausschlusses des Bezugsrechts bei der bedingten Kapitalerhöhung ein Vorwegzeichnungsrecht gemäss Art. 653c OR zu, d.h. die KISSes sind vorab den Aktionären anzubieten oder es ist ein Verzicht der Aktionäre auf ihr Vorwegzeichnungsrecht einzuholen. Alternativ kann auch ein Ausschluss des Vorwegzeichnungsrecht geprüft werden.¹⁸²

cc) Weitere aktienrechtliche Erwägungen

Aufgrund der Besonderheiten des KISS ist somit der Bereitstellung der Aktien zur Deckung der Pflichtwandlung sowie der Wandelrechte mangels Flexibilität des Schweizer Aktienrechts besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Unabhängig vom anwendbaren Wandlungsmechanismus gibt es noch weitere Herausforderungen aufgrund des Aktienrechts, welche nachfolgend noch kurz beleuchtet werden sollen.

Zunächst kommen den bisherigen Aktionären entsprechend ihrer Beteiligung bei der ordentlichen Kapitalerhöhung für die Pflichtwandlung Bezugsrechte gemäss Art. 652b OR sowie bei der Unterlegung der Wandelrechte mit bedingtem Kapital Vorwegzeichnungsrechte gemäss Art. 653c OR zu. Sowohl das Bezugsrecht als auch das Vorwegzeichnungsrecht können aus wichtigem Grund eingeschränkt oder ausgeschlossen werden.¹⁸³ Die in Art. 652b Abs. 2

¹⁸⁰ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653e N 2; OFK-LAMBERT/GERICKE, Art. 653e OR N 2, wobei es sich dabei nicht um ein Gültigkeitserfordernis handelt.

¹⁸¹ Art. 653b Abs. 3 OR; Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 OR.

¹⁸² Siehe unten, III.2.b)cc).

¹⁸³ Art. 652b Abs. 2 OR; Art. 653c Abs. 2 OR.

OR enthaltene Aufzählung von wichtigen Gründen ist nicht abschliessend. So wird zum Beispiel die Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital zu Sanierungszwecken oder auch die Rückzahlung eines Mezzanine-Darlehens in der Lehre als wichtige Gründe genannt.¹⁸⁴ Ob beim Abschluss eines KISS-Wandeldarlehens ein Ausschluss des Bezugsrechts sowie des Vorwegzeichnungsrechts¹⁸⁵ zulässig ist, hängt von den Umständen des Einzelfalles ab. Es empfiehlt sich daher die bisherigen Aktionäre vor dem Abschluss des KISS einzubeziehen und von diesen einen Verzicht auf das Vorwegzeichnungsrecht in Bezug auf das bedingte Kapital sowie eine Verpflichtung zum Verzicht auf das Bezugsrecht bei der ordentlichen Kapitalerhöhung einzuholen. Sofern nicht alle Aktionäre bereit sind, eine solche Verzichtserklärung abzugeben,¹⁸⁶ sollten die KISS-Wandeldarlehen vorab den bisherigen Aktionären angeboten werden.

Da der KISS nicht bzw. nur teilweise mit bedingtem Kapital unterlegt werden kann, stellt sich die Frage, wie Art. 653b Abs. 3 OR zu verstehen ist. Dieser sieht vor, dass Wandel- oder Optionsrechte, die vor der Eintragung der Statutenbestimmung über das bedingte Kapital im Handelsregister eingeräumt werden, nichtig sind. Diese Bestimmung wird von der herrschenden Lehre kritisiert und ist aufgrund ihres Zwecks auszulegen.¹⁸⁷ Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Gesellschaft andere Möglichkeiten als das bedingte Kapital zur Verfügung stehen, um die Bereitstellung von Aktien für Wandel- oder Optionsrechte sicherzustellen, wie zum Beispiel genehmigtes Kapital oder eigene Aktien.¹⁸⁸ Ist dies der Fall, werden von einem Teil der Lehre auch vom bedingten Kapital nicht gedeckte Optionen als grundsätzlich zulässig erachtet.¹⁸⁹ Bei der Pflichtwandelung handelt es sich zudem nicht um ein Wandelrecht, sondern gerade um eine gegenseitige Wandelpflicht der Parteien. Bei Einbindung der Aktionäre (zum Schutz der Aktionäre) sowie bei Anwendung der notwendigen Transparenz gegenüber den Investoren (zum Schutz der Inhaber der Wandelrechte)

¹⁸⁴ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b N 20; vgl. auch MEYER/ZELLER, 190, wonach die Voraussetzungen erfüllt sind, wenn ein Pflichtwandeldarlehen den Fortbestand der Gesellschaft sichert und die Aktionäre die Möglichkeit hatten, sich als Darlehensgeber zu beteiligen.

¹⁸⁵ Beim KISS kommt erschwerend hinzu, dass die bei einem Ausschluss erforderlichen Angaben in den Statuten zur Ausübung und Berechnung des Ausgabebetrages (Wandlungspreis) relativ kompliziert sind (vgl. Art. 653b Abs. 2 OR).

¹⁸⁶ Beispielsweise weil der Wandlungspreis im Zeitpunkt des Abschlusses des KISS nicht bestimmt, sondern nur bestimmbar ist.

¹⁸⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 204 („anerkanntermassen unglücklich“); BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653b N 28 („sachlich nicht gerechtfertigt“); WENGER, 204 („Überregulierung“).

¹⁸⁸ Vgl. OFK-LAMBERT/GERICKE, Art. 653b OR N 15; REUTTER/WEBER, 147 f.; WENGER, 204.

¹⁸⁹ OFK-LAMBERT/GERICKE, Art. 653b OR N 15; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 204, wonach solche Optionen bis zur Herstellung der Deckung schwebend unwirksam sind.

ist es daher u.E. zulässig, sowohl die Pflichtwandlung als auch die Ausübung der Wandelrechte des KISS über eine ordentliche Kapitalerhöhung im Zeitpunkt der Wandlung abzuwickeln.¹⁹⁰

Wie bereits erwähnt, erfolgt beim Wandeldarlehen die Liberierung der Aktien bei Wandlung durch Verrechnung mit dem Darlehensbetrag einschliesslich Zinsen (soweit vereinbart).¹⁹¹ Dabei wird Fremdkapital in Eigenkapital umgewandelt, da sich das Fremdkapital aufgrund der Befreiung von der Rückzahlungspflicht verringert und das Eigenkapital entsprechend dem Ausgabebetrag (Wandlungspreis) der Aktien erhöht.¹⁹² Wie bei einer direkten Investition im Rahmen einer Finanzierungsrunde wird der Nennwert der ausgegebenen Aktien dem Aktienkapital und das Agio der gesetzlichen Kapitalreserve (gesondert als Reserven aus Kapitaleinlagen) zugewiesen, womit steuerlich anerkennbare KER geschaffen werden kann.¹⁹³

c) *Zusicherungen der Gesellschaft*

Der KISS (wie auch der SAFE) sehen eine Reihe von Zusicherungen vor, welche die Gesellschaft gegenüber dem Investor abgeben soll.¹⁹⁴ Weder der KISS noch der SAFE sehen jedoch eine Haftungsregelung¹⁹⁵ oder andere Folgen wie z.B. ein Beendigungsrecht vor, falls diese Zusicherungen falsch sein sollten. Da es sich beim KISS um ein Darlehen mit Wandelrechten zum originären Beteiligungserwerb handelt, stellt sich die Frage, ob sich die Rechtsbehelfe des Investors mangels Regelung nach den Gewährleistungsbestimmungen von Art. 197 ff. OR oder nach dem allgemeinen Vertragsrecht richten.¹⁹⁶ Aufgrund dieser rechtlichen Unsicherheit empfiehlt es sich, eine einfache Haftungsregelung vertraglich zu vereinbaren.

¹⁹⁰ So wohl auch MEYER/ZELLER, 189 f. und REUTTER/RAUN, 40 ff., welche eine ordentliche Kapitalerhöhung zur Bereitstellung der Aktien als möglich erachten.

¹⁹¹ Bei der Pflichtwandlung ergibt sich die Anzahl Aktien aus dem Investmentbetrag einschliesslich Zinsen, sofern die Gesellschaft nicht ihr Recht zur Zahlung der Zinsen in bar ausübt (vgl. Ziff. 2.1, 2. Satz KISS Debt), geteilt durch den Wandlungspreis. Diese wird auf die nächste volle Aktie abgerundet und der Restbetrag wird ausbezahlt (vgl. Ziff. 2.4 KISS Debt).

¹⁹² BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 188; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653 N 10.

¹⁹³ Siehe oben, III.1.a)bb).

¹⁹⁴ Siehe oben, II.6.

¹⁹⁵ Solche Haftungsregelungen sind für US-amerikanische Finanzierungsverträge auch untypisch.

¹⁹⁶ Gemäss FRICK kommt beim originären Beteiligungserwerb das allgemeine Vertragsrecht zur Anwendung (FRICK, N 1340). VON SALIS-LÜTOLF geht beim Beteiligungsvertrag davon aus, dass die kaufvertragsrechtlichen Regeln anwendbar sind (VON SALIS-LÜTOLF, Finanzierungsverträge, N 186).

Des Weiteren sollte die Gesellschaft bei Zusicherungen in Bezug auf die Ausgabe der Aktien darauf achten, dass die ordentliche Kapitalerhöhung bei der Finanzierungsrunde in die Zuständigkeit der Generalversammlung fällt¹⁹⁷ und sie diese daher nicht zusichern kann. Zudem ist eine Zusicherung über die gültige Ausgabe der Aktien bei Wandlung in Anbetracht der beschränkten Möglichkeit zur Deckung mit bedingtem Kapital sowie der in Art. 653b Abs. 3 OR vorgesehenen Nichtigkeit von Wandelrechten, welche vor der Schaffung des bedingten Kapitals eingeräumt werden, entsprechend einzuschränken. Wie oben dargelegt ist es durchaus möglich, Wandelrechte anders als über das bedingte Kapital abzusichern, ohne dass dies die Nichtigkeit der Wandelrechte zur Folge hat.¹⁹⁸ Wie die Pflichtwandlung und die Wandelrechte im konkreten Fall unterlegt werden, hängt jedoch von der Vereinbarung zwischen den Parteien ab, weshalb die Gesellschaft nicht über eine Zusicherung dafür einstehen muss.

Schliesslich stellt sich wie bei Finanzierungsverträgen („*Investment Agreement*“) die Frage, inwiefern Zusicherungen durch die Gesellschaft sinnvoll sind. Gemäss Lehre kann die Gesellschaft bei Finanzierungen grundsätzlich Zusicherungen abgeben, unterliegt aber im Verhältnis zu ihren Aktionären dem Verbot der Einlagenrückgewähr gemäss Art. 680 Abs. 1 OR. Es wird daher teilweise propagiert, dass die Gesellschaft gegenüber ihren Aktionären nur Schadenersatz leisten kann, wenn sie über frei verwendbares Eigenkapital verfügt.¹⁹⁹ Unseres Erachtens lässt sich diese Limitierung bei einem „*at arm's length*“ Geschäft jedenfalls bis zur Höhe des eingelegten Betrags nicht rechtfertigen. Hätte die Gesellschaft die Zusicherungen korrekt abgegeben, wäre es auch nicht zu diesem Investment bzw. nicht in dieser Höhe oder nicht zu diesen Konditionen gekommen. In der Praxis verlangen Investoren dennoch in der Regel, dass Zusicherungen durch die Gründeraktionäre bzw. alle bisherigen Aktionäre²⁰⁰ abgegeben werden, wobei vor allem bei späteren Finanzierungsrunden von Startups Zusicherungen regelmässig durch die Gesellschaft abgegeben werden. Anstelle von Schadenersatz in bar kann bei Zusicherungen durch die Gesellschaft auch vereinbart werden, dass der Investor das Recht erhält, zusätzliche Aktien zum Nennwert zu zeichnen, um seinen Schaden auszugleichen. Bei KISS und SAFE erfolgen die Zusicherungen zunächst gegenüber einem neuen Investor, der in der Regel noch kein Aktionär ist. Die aktienrechtlichen Schranken finden daher bis zur Wandlung ohnehin keine

¹⁹⁷ Siehe oben, III.2.b)aa).

¹⁹⁸ Siehe oben, III.2.b)cc).

¹⁹⁹ BARTHOLD, 886; FRICK, N 1343; FREY, 61.

²⁰⁰ Vgl. Ziff. 9.1 SECA Investment Agreement large.

Anwendung auf den Investor, wobei es für den Investor vor einer Wandlung bei der Verletzung von Zusicherungen mangels Beteiligung an der Gesellschaft schwierig sein könnte, den ihm erwachsenen Schaden nachzuweisen.

d) *Einräumung von weiteren Rechten*

Sowohl beim KISS als auch beim SAFE werden den Investoren auf vertraglicher Basis zusätzliche Rechte eingeräumt.²⁰¹ Es stellt sich daher die Frage, inwiefern die Gesellschaft den Investoren solche Rechte nach Schweizer Recht gewähren kann.

Die im KISS enthaltene Meistbegünstigungsklausel („*Most Favored Nation*“) bezieht sich auf andere wandelbare Instrumente mit nach Ansicht des KISS-Investors vorteilhafteren Konditionen.²⁰² In Bezug auf die Darlehenskonditionen wie den Zinssatz kann sich die Gesellschaft verpflichten, dem KISS-Investor anstelle des ursprünglichen KISS das neue, wandelbare Instrument mit denselben Konditionen zu gewähren. Sofern sich die vorteilhafteren Konditionen auf zusätzliche oder bessere Rechte des Investors beziehen, ist eine Meistbegünstigung abhängig vom Inhalt dieser Rechte. Falls zur Gewährung solcher Rechte die Zustimmung der Aktionäre erforderlich ist, wie z.B. bei einem besseren Wandlungspreis und damit einer höheren Anzahl von Aktien bei Wandlung oder ein besseres Bezugsrecht in der nächsten Finanzierungsrunde, ist die Gesellschaft wiederum auf die Einbindung der Aktionäre angewiesen.

Die vertragliche Gewährung von den im KISS vorgesehenen Informationsrechten²⁰³ ist aufgrund der Vertragsfreiheit auch nach Schweizer Recht möglich. Der Zugang zur Jahresrechnung und anderen Finanzzahlen ist auch bei Bankdarlehen üblich. Zudem können Gläubiger, die ein schutzwürdiges Interesse nachweisen, von Gesetzes wegen Einsicht in den Geschäftsbericht und den Revisionsbericht nehmen.²⁰⁴ Um die Interessen der Gesellschaft zu wahren, ist der Schutz der Geschäftsgeheimnisse sicherzustellen und der Investor muss sich verpflichten, die Informationen vertraulich zu behandeln. Beide Voraussetzungen sind in der KISS-Vorlage bereits entsprechend abgebildet.²⁰⁵

Beim KISS gewährt die Gesellschaft dem Investor zusätzlich ein vertragliches Bezugsrecht im Umfang des Investmentbetrages, wenn die Gesellschaft nach Abschluss des KISS Eigenkapitalinstrumente (einschliesslich Rechte zum Er-

²⁰¹ Siehe oben, II.5.e).

²⁰² Vgl. Ziff. 5.1 KISS Debt.

²⁰³ Vgl. Ziff. 5.2(a) KISS Debt.

²⁰⁴ Art. 958e Abs. 2 OR.

²⁰⁵ Vgl. Ziff. 5.2(a) letzter Satz KISS Debt.

werb von oder Wandlung in Aktien) anbietet, wobei dieses Recht bis zur nächsten Finanzierungsrunde gilt.²⁰⁶ Bei der Ausgabe von neuen Aktien durch eine Schweizer Aktiengesellschaft kommt jedem bisherigen Aktionär von Gesetzes wegen ein Bezugsrecht entsprechend seiner bisherigen Beteiligung zu.²⁰⁷ Zudem kann sich die Gesellschaft gemäss Lehre ohne entsprechenden Generalversammlungsbeschluss über eine Kapitalerhöhung nicht rechtsgültig verpflichten, einem Investor neue Aktien auszugeben.²⁰⁸ Mit Zustimmung der Aktionäre (oder bei gültigem Ausschluss) können deren Bezugsrechte aber Dritten zugewiesen werden. Die Einräumung eines vertraglichen Bezugsrechts für die nächste Finanzierungsrunde bedarf daher wiederum der vertraglichen Einbindung und Zustimmung der bisherigen Aktionäre, welche in diesem Umfang auf ihre Bezugsrechte bzw. auf den Vorrang ihrer Bezugsrechte verzichten müssen.

Der SAFE sieht ferner eine Art vertragliches Dividendenrecht der Investoren vor, falls die Gesellschaft den Stammaktionären vor der Wandlung eine Dividende ausschüttet.²⁰⁹ Im Schweizer Recht knüpft der Anspruch auf eine eigentliche Dividende an die Aktionärseigenschaft an.²¹⁰ Ein solches Recht kann daher nicht als eigentliches Dividendenrecht ausgestaltet werden, sondern müsste als ein vertraglicher Anspruch auf eine Entschädigungszahlung zwecks Ausgleich der Verwässerung durch die Gesellschaft im gleichen Umfang formuliert werden. Alternativ können auch zusätzliche Aktien gewährt werden oder eine Anpassung des Wandlungspreises vereinbart werden.²¹¹

e) *Aktionärbindungsvertrag*

KISS und SAFE sind nicht als eigenständige langfristige Investitionsvehikel gedacht. Vielmehr soll der Investor über diese Instrumente letztlich Aktionär der Gesellschaft werden. Die bisherigen Aktionäre haben daher bei KISS und SAFE wie auch bei einem gewöhnlichen Wandeldarlehen ein Interesse daran, dass der Investor verpflichtet wird, bei der Wandlung dem anlässlich der betreffenden Finanzierungsrunde zu vereinbarenden Aktionärbindungsvertrag beizutreten. Gleichzeitig hat auch der Investor ein Interesse daran, dass er nach der Wandlung Partei des Aktionärbindungsvertrages wird, um sich so zum Beispiel *Tag-along* Rechte (Mitverkaufsrechte) zu sichern.

²⁰⁶ Vgl. Ziff. 5.2(b) KISS Debt.

²⁰⁷ Art. 652b Abs. 1 OR; siehe oben, III.2.b)cc).

²⁰⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 78; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 650 N 31; FREY, 44 f.; FRICK, N 779.

²⁰⁹ Vgl. Ziff. 5(c) SAFE Standard.

²¹⁰ Vgl. Art. 660 Abs. 1 OR.

²¹¹ In analoger Anwendung von Art. 653d Abs. 2 OR.

Eine Verpflichtung des KISS bzw. SAFE-Investors sämtliche im Zusammenhang mit der Wandlung erforderlichen Verträge zu unterzeichnen, ist sowohl im KISS als auch im SAFE vorgesehen, wobei stets vorausgesetzt ist, dass der KISS- bzw. SAFE-Investor bei der Pflichtwandlung dieselben Konditionen erhält wie die Investoren in der Finanzierungsrunde.²¹² Dabei kann der KISS- bzw. SAFE-Investor ein Interesse daran haben, bereits im Voraus beim Abschluss der KISS- bzw. SAFE-Vereinbarung gewisse Mindestrechte für den Aktionärbindungsvertrag festzulegen, weil er im Rahmen der Finanzierungsrunde ohne eine weitere Investition nicht in die Verhandlungen der Finanzierungsvereinbarungen, einschliesslich Ausgestaltung des Aktionärbindungsvertrages, involviert sein wird. So sieht beispielsweise der SAFE vor, dass übliche Ausnahmen von der Mitverkaufspflicht vorzusehen sind.²¹³ Wiederum ist auch hier zu beachten, dass die Gesellschaft den Inhalt des Aktionärbindungsvertrages nicht bestimmt, sondern dieser unter den Aktionären verhandelt wird. Es empfiehlt sich daher auch in Bezug auf den Beitritt zum Aktionärbindungsvertrag die bisherigen Aktionäre durch Mitunterzeichnung des KISS-Wandeldarlehen einzubeziehen.

IV. Schlussfolgerungen für die Umsetzung in der Praxis

KISS und SAFE werden von ihren Verfassern als einfache und flexible Instrumente für Seed-Finanzierungen angepriesen, welche aufgrund ihrer Standardisierung Gründern und Investoren Zeit und Geld sparen sollen. Die Idee von KISS und SAFE ist einfach: Die Investoren leisten der Gesellschaft den vereinbarten Investmentbetrag bereits bei Unterzeichnung und die Gesellschaft gibt den Investoren bei der nächsten Finanzierungsrunde Vorzugsaktien derjenigen Kategorie aus, welche auch die anderen Investoren dann zeichnen. Abhängig vom Ausgabepreis in der nächsten Finanzierungsrunde profitieren die Investoren von einem tieferen Wandlungspreis, welcher über den vereinbarten Valuation Cap bzw. Discount bestimmt wird. Dadurch (und evtl. durch eine rechnerische Verzinsung) werden sie dafür belohnt, dass sie früher investiert und mehr Risiko genommen haben. Die resultierende Verwässerung der Gründer ist abhängig von der Bewertung und damit vom Ausgabepreis in der nächsten Finanzierungsrunde. Die Parteien müssen deshalb bereits bei Abschluss von KISS bzw. SAFE eine Vorstellung haben, in welchem Rahmen sich die Bewertung in Zukunft bewegen könnte, um mittels verschiedenen Szenarien („best/base/worst case“) die potentielle Verwässerung durch die Instrumente abschätzen zu können.

²¹² Vgl. Ziff. 5.9 KISS Debt und Ziff. 1(a) 2. Absatz SAFE Standard.

²¹³ Vgl. Ziff. 1(a) 2. Absatz SAFE Standard.

Bei der Verwendung von KISS und SAFE durch eine Schweizer Aktiengesellschaft hat sich gezeigt, dass eine Ausgestaltung als Eigenkapitalinstrument *de lege lata* aus rechtlichen und steuerlichen Gründen kaum möglich bzw. nicht attraktiv ist.

KISS und auch SAFE (bei entsprechender Umgestaltung) können jedoch als spezielle Form von Wandeldarlehen im Schweizer Recht umgesetzt werden und die entsprechenden Wandlungsmechanismen wurden in der Praxis auch schon verwendet. Aufgrund der Besonderheiten von KISS und SAFE sind dafür aber gewisse Anpassungen bzw. Ergänzungen im Vergleich zu den US-Vorlagen erforderlich. Bei der Bereitstellung der Aktien für die Wandlung ist zu beachten, dass das bedingte Kapital für die Pflichtwandlung in der nächsten Finanzierungsrunde mangels Kenntnis der Vorrechte der Vorzugsaktien nicht geeignet ist und nur zur Deckung der Wandelrechte in eine voraus bestimmte Kategorie von Aktien verwendet werden kann. Für die im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde erforderliche ordentliche Kapitalerhöhung ist die vertragliche Einbindung der bisherigen Aktionäre daher unabdingbar. Aus Sicht der bisherigen Aktionäre hat dies den Vorteil, dass sie im Gegenzug den Beitritt der Investoren zum späteren Aktionärsbindungsvertrag vertraglich sicherstellen können. Des Weiteren entsteht bei der Anwendung von Schweizer Recht auf KISS und SAFE zusätzlicher vertraglicher Regelungsbedarf bei einzelnen Bestimmungen, insbesondere wo US-amerikanische Konzepte in den schweizerischen Rechtskontext zu überführen sind oder wo, wie bei der Kündigung von Darlehen, ohne explizite Vertragsregelung schweizerisches Recht dispositiv Anwendung finden würde.

Wandeldarlehen werden in der Schweiz bei Seed-Finanzierungen und allgemein als Überbrückungskredite bis zur nächsten Finanzierungsrunde regelmässig verwendet. Im Gegensatz zu KISS und SAFE wird dabei aber der Wandlungspreis sowie die auszugebende Kategorie von Aktien oft im Voraus bestimmt. Wo sie sich an der nächsten Finanzierungsrunde orientieren, sind die Regelungen oft ungenügend und führen daher manchmal zu unangemessenen Resultaten oder zu Diskussionen in der späteren Umsetzung. Häufig sind die Konzepte in Bezug auf andere Fälle, wie den Verkauf, auch lückenhaft. In diesem Sinne kann mit Verträgen, die sich an die KISS- und SAFE-Vorlagen anlehnen, auf praxisbewährten und dennoch relativ einfachen Konzepten aufgebaut werden.

Literaturverzeichnis

- BARTHOLD BEAT M., Rechtliche Ausgestaltung alternativer Unternehmensfinanzierungen, Private Equity Finanzierungen im Trend, ST 10/2001, 879 ff.
- Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1-529 OR), Hrsg.: WIDMER LÜCHINGER CORINNE/DAVID OSER, 7. A., Basel 2020 (zit. BSK OR I-BEARBEITER/IN).
- Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964 OR), Hrsg.: HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM/WATTER ROLF, 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-BEARBEITER/IN).
- Basler Kommentar, Wertpapierrecht (Art. 965-1186 OR), Hrsg.: HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM/WATTER ROLF, Basel 2012 (zit. BSK Wertpapierrecht-BEARBEITER/IN).
- BÖCKLI PETER, OR-Rechnungslegung, 2. A., Zürich 2019 (zit. BÖCKLI, Rechnungslegung).
- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009 (zit. BÖCKLI, Aktienrecht).
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- FREY MARTIN, Investment Agreement – Rechtsfragen und Ausgestaltung, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA Musterverträge), Zürich 2011, 31 ff.
- FRICK JÜRG, Private Equity im Schweizer Recht, Diss. Zürich 2009.
- GERICKE DIETER, Vorzugsrechte des Venture Capital Investors, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA Musterverträge), Zürich 2011, 101 ff.
- HIGI PETER, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Die Leihe, Art. 305-318 OR, 3. A., Zürich 2003 (zit. ZK-HIGI).
- KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA ET AL. (Hrsg.), OR Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht, 3. A., Zürich 2016 (zit. OFK-BEARBEITER/IN).
- MEYER MANUEL/ZELLER MICHAEL, Pflichtwandeldarlehen aus bedingtem Kapital, GesKR 2017, 185 ff.
- OESTERHELT STEFAN, Emissionsabgabe auf Zuschüssen von Gesellschaftern, Praxisänderung für indirekte Zuschüsse und Kaskadenzuschüsse, ST 12/2010, 881 ff. (zit. OESTERHELT, Zuschüsse).
- OESTERHELT STEFAN, KS 29b der ESTV zum Kapitaleinlageprinzip, StR 2/2020, 102 ff. (zit. OESTERHELT, KS 29b).
- OESTERHELT STEFAN, Verrechnungssteuer und Emissionsabgabe bei der Konzernfinanzierung, Analyse der neuen Regeln, ST 09/2011, 756 ff. (zit. OESTERHELT, Verrechnungssteuer).
- OESTERHELT STEFAN, Zinssätze auf Aktionärsdarlehen, Darlehen von und an Aktionäre in Schweizer Franken oder einer Fremdwährung, EF 03/2018, 185 ff. (zit. OESTERHELT, Zinssätze).
- PFAFF DIETER ET AL. (Hrsg.), Rechnungslegung nach Obligationenrecht, veb.ch Praxiskommentar, 2. A., Zürich 2019 (zit. veb.ch Praxiskommentar-BEARBEITER).
- REUTTER THOMAS U./RAUN DANIEL, Contingent Capital, bedingtes Kapital und Wandlungskapital, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VI, Zürich 2011, 25 ff.

- REUTTER THOMAS U./WEBER ANNETTE, Wandelanleihen, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen XIII, Zürich 2019, 127 ff.
- Treuhand-Kammer, Schweizerische Kammer der Wirtschaftsprüfer und Steuerexperten, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band „Buchführung und Rechnungslegung“, Zürich 2014 (zit. HWP).
- VON SALIS-LÜTOLF ULYSSES, Private Equity Finanzierungsverträge, Funktion – Recht – Steuern, Zürich 2002 (zit. VON SALIS-LÜTOLF, Finanzierungsverträge).
- VON SALIS-LÜTOLF ULYSSES, Risiko- und Gewinnverteilung bei privaten Finanzierungen, Rechtlicher Gestaltungsspielraum bei Finanzierungsverträgen für Start-Ups und KMU, SJZ 97/2001, 213 ff. (zit. VON SALIS-LÜTOLF, Risikoverteilung).
- WENGER CHRISTIAN C., Das bedingte Kapital, Diss. Zürich 1996.
- Zürcher Kommentar, Art. 620–659b OR, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, Hrsg.: HANDSCHIN LUKAS, 2. A., Zürich 2016 (zit. ZK-BEARBEITER/IN).

Vorlagen, Materialien, Studien und weitere Quellen

- 500 Startups, KISS: Debt Version, 2014, abrufbar unter <<https://500.co/kiss/>> (zit. KISS Debt).
- 500 Startups, KISS: Equity Version, 2014, abrufbar unter <<https://500.co/kiss/>> (zit. KISS Equity).
- COYLE JOHN F./GREEN JOSEPH M., The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts, Minnesota Law Review 2018, 101 ff. (zit. COYLE/GREEN).
- Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV, Kreisschreiben Nr. 29b, Kapitaleinlageprinzip, Bern Dezember 2019 (zit. ESTV, KS 29b).
- Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV, Kreisschreiben Nr. 47, Obligationen, Bern Juli 2019 (zit. ESTV, KS 47).
- HEIMANN THOMAS/KYORA STEFAN, JNB Journalistenbüro GmbH (Hrsg.), startupticker.ch/Swiss Private Equity & Corporate Finance Association SECA, Swiss Venture Capital Report 2020, Luzern 2020, abrufbar unter <<https://www.startupticker.ch/en/swiss-venture-capital-report>> (zit. Swiss Venture Capital Report 2020).
- Swiss Private Equity & Corporate Finance Association SECA, Investment Agreement, Version large, 4. A., November 2019, abrufbar unter <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation/VC-Model-Documentation-Large.aspx>> (zit. SECA Investment Agreement large).
- Swiss Private Equity & Corporate Finance Association SECA, Shareholders Agreement, Version large, 4. A., November 2019, abrufbar unter <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation/VC-Model-Documentation-Large.aspx>> (zit. SECA Shareholders Agreement large).
- Y Combinator Management, LLC, Pro Rata Agreement, 2018, abrufbar unter <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>> (zit. Pro Rata Side Letter).

- Y Combinator Management, LLC, Quick Start Guide / Post-Money Safe User Guide, 2018, abrufbar unter <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>> (zit. SAFE User Guide).
- Y Combinator Management, LLC, SAFE (Simple Agreement for Future Equity), Post-Money Valuation Cap, 2018, abrufbar unter <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>> (zit. SAFE Standard).
- Y Combinator Management, LLC, SAFE (Simple Agreement for Future Equity), Post-Money Valuation Cap with Discount, 2018, abrufbar unter <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>> (zit. SAFE Alternative 1).
- Y Combinator Management, LLC, SAFE (Simple Agreement for Future Equity), Discount Only, 2018, abrufbar unter <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>> (zit. SAFE Alternative 2).
- Y Combinator Management, LLC, SAFE (Simple Agreement for Future Equity), MFN Only, 2018, abrufbar unter <<https://www.ycombinator.com/documents#safe>> (zit. SAFE Alternative 3).

Der Verwaltungsrat in Konkursnähe: unter besonderer Berücksichtigung von Start-ups

Christian Wenger/Daniel Oehri

Inhalt

I.	Einleitung	128
II.	Überschuldung	129
1.	Voraussetzungen	129
2.	Folgen einer Überschuldung	133
a)	Benachrichtigung des Gerichts?	133
b)	Aufschub der Benachrichtigung des Gerichts	133
aa)	Einleitung	133
bb)	Zeitlicher Horizont der privaten Sanierung	135
cc)	Rangrücktritt	137
aaa)	Zweck des Rangrücktritts	137
bbb)	Rangrücktritt als Verantwortlichkeitsrisiko	138
III.	Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats	140
1.	Gesellschaftsrechtliche Regelung	140
a)	Konkursverschleppung und Konkursverschleppungsschaden	140
b)	Voraussetzungen der Haftung nach Art. 754 ff. OR	141
c)	Business Judgment Rule	142
aa)	Einleitung	142
bb)	Geschäftsentscheide	143
cc)	Angemessene Informationsbasis	145
dd)	Einwandfreier Entscheidprozess	146
ee)	Frei von Interessenkonflikten	146
ff)	Vertretbarkeit des Geschäftsentscheids	147
2.	Handlungsempfehlungen an den Verwaltungsrat (eines Start-ups)	151
a)	Einleitung	151
b)	Dokumentationspflicht	151
c)	Liquiditätsplanung	154
d)	Austausch mit den Aktionären	154
e)	Überwachung der Zahlungen an die Gläubiger	154
f)	Gestaltung der Rangrücktritte	157

IV. Exkurs: Konkursdelikte.....	158
1. Einleitung.....	158
2. Gläubigerschädigung durch Vermögensverminderung.....	159
3. Misswirtschaft.....	160
4. Unterlassung der Buchführung.....	161
5. Bevorzugung eines Gläubigers.....	161
Literatur- und Materialienverzeichnis.....	163

I. Einleitung

Gesellschaften in der Aufbauphase (sog. Start-ups) befinden sich eigentlich aus rechtlicher Sicht ab ihrer Gründung in einem dauernden Krisenzustand. Anders als bei reifen Gesellschaften steht bei Start-ups in den ersten Jahren ihrer Existenz nicht die Gewinnmaximierung im Vordergrund, sondern die Produkt-, Mark- und Strategieentwicklung. Dies führt dazu, dass sich die meisten Start-ups in den ersten Jahren ihrer Existenz in einer dauernden Verlustsituation befinden und einen negativen Cashflow ausweisen.

Da Start-ups in den Anfangsjahren zudem regelmässig über kein marktfähiges Produkt verfügen, sind sie alleine nicht überlebensfähig und müssen das notwendige Kapital und die Liquidität extern, d.h. über Finanzierungsrunden und Wandeldarlehen von Investoren, besorgen. Diese dauernde Verlustsituation, in welcher sich Start-ups befinden, und der anhaltende negative Cashflow führen in der Konsequenz dazu, dass Art. 725 OR leider ein steter Begleiter von Jungunternehmen ist und sich der Verwaltungsrat eines Start-ups unweigerlich mit Art. 725 OR und den damit einhergehenden Pflichten und Konsequenzen auseinandersetzen muss.

Über Art. 725 OR hat der Gesetzgeber ein Frühwarnsystem für Kapitalgesellschaften eingeführt. So soll über Art. 725 OR einerseits verhindert werden, dass Gesellschaften ohne genügend Eigenkapital am Wirtschaftsverkehr teilnehmen. Andererseits soll das Eigenkapital als residuales Haftungssubstrat für die Gläubiger geschützt werden und sollen die Aktionäre vor der vollständigen „Vernichtung“ des Aktienkapitals in die Sanierungspläne involviert werden.¹ Im Nachfolgenden soll namentlich auf die Überschuldung eingegangen werden,

¹ ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 7 f.; siehe JACQUEMOUD/PASQUIER, 283, wonach Art. 725 Abs. 1 OR primär die Interessen der Aktionäre und Art. 725 Abs. 2 OR primär die Interessen der Gläubiger schützt; siehe auch die Ausführungen in Fn. 62 zum Schutznormcharakter von Art. 725 OR.

da dieser im Vergleich zum Kapitalverlust eine erheblich grössere Bedeutung in der Praxis und mit Blick auf die Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats zukommt.

Bezüglich des Kapitalverlustes stellen die Autoren in der Praxis fest, dass Verwaltungsräte regelmässig übersehen, dass ihnen das Gesetz bereits bei einem Kapitalverlust zusätzliche Pflichten aufbindet (siehe hierzu Art. 725 Abs. 1 OR). Dies hat wohl unter anderem damit zu tun, dass die Sensibilisierung für den Kapitalverlust fehlt, da beispielsweise die Finanzkennzahlen bei Finanzierungen regelmässig an die Überschuldung und kaum an den Kapitalverlust anknüpfen. Andererseits gibt es – soweit ersichtlich – auch kein Bundesgerichtsurteil, dem eine Verletzung von Pflichten gemäss Art. 725 Abs. 1 OR zugrunde liegt.²

Im Rahmen der nun abgeschlossenen Aktienrechtsrevision wird mit dem revidierten Art. 725a OR allerdings eine Verschärfung beim Kapitalverlust eingeführt. Anders als bis anhin werden Gesellschaften ohne Revisionsstelle bei einem Kapitalverlust neu dazu verpflichtet, die letzte Jahresrechnung mindestens einer eingeschränkten Revision durch einen zugelassenen Revisor zu unterziehen.

II. Überschuldung

1. Voraussetzungen

Eine Überschuldung liegt nach Art. 725 Abs. 2 OR vor, sobald die Forderungen der Gesellschaftsgläubiger nicht mehr gedeckt sind. Mit anderen Worten ist nun neben dem gesamten Eigenkapital auch noch ein Teil des Fremdkapitals nicht mehr durch die Aktiven der Gesellschaft gedeckt.³ Dies hat zur Folge, dass nun neben den Aktionären auch die Gläubiger – dazu gehören ebenfalls Lieferanten – zu Risikokapitalgebern werden, da die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls ihrer Forderungen steigt. Um eine Überschuldungssituation frühestmöglich festzustellen und Massnahmen zum Schutz der Gläubiger- sowie Gesellschaftsinteressen⁴ einleiten zu können, verpflichtet das Gesetz den Verwaltungsrat nicht erst bei sicherer Kenntnis einer Überschuldungssituation

² GLANZMANN, SZW, 470; siehe zur Problematik auch JACQUEMOUD/PASQUIER, 297 f.

³ Am 19. Juni 2020 hat das Parlament die Aktienrechtsrevision, die mit Botschaft vom 23. November 2016 eingeleitet wurde, und die darin vorgesehenen Gesetzesänderungen verabschiedet. Im revidierten Aktienrecht (hiernach „revOR“) wird die Überschuldung künftig in Art. 725b revOR geregelt.

⁴ Ausführlich zum Gesellschaftsinteresse OEHRI, Rz 397 ff., Rz 418 ff. und Rz 713 ff.

eine Standortbestimmung vorzunehmen, sondern bereits dann, wenn begründete Besorgnis einer finanziellen Krise aufgrund der Geschäftsentwicklung besteht.⁵

Muss der Verwaltungsrat somit beispielsweise aufgrund der Liquiditäts- und Verlustentwicklung⁶ damit rechnen, dass eine Überschuldung vorliegen könnte, ist er nach dem Wortlaut von Art. 725 Abs. 2 OR bereits verpflichtet, eine Zwischenbilanz zu Fortführungswerten und Liquidationswerten zu erstellen.⁷ Obwohl der Gesetzeswortlaut impliziert, dass die Zwischenbilanz zu Fortführungswerten *wie auch* zu Liquidationswerten zu erstellen ist, hat die Rechtsprechung die Bestimmung dahingehend präzisiert, dass zunächst allein eine Bilanz zu Fortführungswerten erstellt werden muss. Nur wenn die Fortführungsbilanz eine Überschuldung aufzeigt oder wenn keine positive Fortführungsprognose vorliegt, ist die Liquidationsbilanz durch den Verwaltungsrat zu erstellen.^{8,9}

Die Zwischenbilanz zur Ermittlung der Überschuldung ist sodann stets nach den Rechnungslegungsvorschriften des Obligationenrechts zu erstellen.¹⁰ Somit bestimmen sich ebenfalls die Voraussetzungen für eine Bilanzierung zu Fortführungswerten und somit für eine positive Fortführungsprognose nach den Vorschriften des Obligationenrechts, konkret nach Art. 958a OR. Nämliche Bestimmung stellt klar:

„Ist die Einstellung der Tätigkeit oder von Teilen davon in den nächsten zwölf Monaten ab Bilanzstichtag beabsichtigt oder voraussichtlich nicht abwendbar, so sind der Rechnungslegung für die betreffenden Unternehmensteile Veräusserungswerte zugrunde zu legen.“

⁵ Art. 725 Abs. 2 OR hält fest: „Wenn *begründete Besorgnis* einer Überschuldung besteht, muss eine Zwischenbilanz erstellt und diese einem zugelassenen Revisor zur Prüfung vorgelegt werden“ (Hervorhebungen eingefügt).

⁶ Vgl. Urteil des Bundesgerichts 4P.305/2001 vom 18. März 2002 E. 2d, wonach die Illiquidität oft ein Anzeichen für eine Überschuldung sei; vgl. auch BGE 132 III 564 E. 5.1.

⁷ Siehe auch BÖCKLI, § 13 N 768 und VUCUROVIC, Rz 140 f.

⁸ Urteil des Bundesgerichts 4A_373/2015 vom 26. Januar 2016 E. 3.1.2.

⁹ Im revidierten Aktienrecht (siehe Fn. 3) sieht nun neu Art. 725b Abs. 1 revOR explizit vor, dass auf den Zwischenabschluss zu Veräusserungswerten verzichtet werden kann, wenn die Annahme der Fortführung gegeben ist und der Zwischenabschluss zu Fortführungswerten keine Überschuldung aufweist. Ist die Annahme der Fortführung allerdings nicht gegeben, so genügt nach Art. 725b Abs. 1 revOR ein Zwischenabschluss zu Veräusserungswerten.

¹⁰ Siehe auch GLANZMANN, SZW, 467 mit weiteren Verweisen.

Im Umkehrschluss darf die Gesellschaft ihre Vermögenswerte so lange zu Fortführungswerten bilanzieren, wie die Einstellung der Geschäftstätigkeit in den nächsten zwölf Monaten (a) nicht beabsichtigt und (b) voraussichtlich abwendbar ist.¹¹

Hierbei nimmt die Liquidität und Liquiditätsplanung eine bedeutende Rolle ein. So hat der Verwaltungsrat über eine Liquiditätsplanung sicherzustellen, dass die Gesellschaft als Rechtsträger über die nötige Liquidität zur Fortführung des Betriebs verfügt;¹² wobei nach richtigem Verständnis der Vorgaben von Art. 958a OR die Liquidität nicht auf zwölf Monate hinaus gesichert sein muss und auch vorübergehende Liquiditätsengpässe die positive Fortführungsprognose noch nicht infrage zu stellen vermögen.¹³ Aus der Botschaft zum Rechnungslegungsrecht von 2007 geht diesbezüglich klar hervor, dass das „Kriterium der voraussichtlichen Fortführung nicht so zu verstehen [ist], dass die Liquidität für die kommenden Monate gesichert sein muss“.¹⁴ Eine vertretbare und kontinuierliche Liquiditätsplanung ist schliesslich mit Blick auf die Prüfung der Zwischenbilanz durch einen zugelassenen Revisor von zentraler Bedeutung (Art. 725 Abs. 2 OR). Bestätigt der Revisor die Zwischenbilanz nicht zu Fortführungswerten bzw. stellt der Revisor die Fortführungsfähigkeit namentlich aufgrund fehlender Liquidität infrage, ist die Konkursanmeldung durch den Verwaltungsrat unausweichlich; und in diesem Fall hat selbst die Revisionsstelle unter gegebenen Voraussetzungen eine Anzeigepflicht (Art. 725 Abs. 3 OR i.V.m. Art. 729c OR).

Bei der Beurteilung der Liquidität als ausreichend und bei der Liquiditätsplanung handelt es sich nach der hier vertretenen Ansicht um einen Geschäftsentscheid im Sinne der Business Judgment Rule (siehe ausführlich hierzu unter, III.1.c)). So sieht sich der Verwaltungsrat (oder das mit der Geschäftsführung betraute Exekutivorgan) im Zusammenhang mit der Beurteilung der Liquidität(sentwicklung) bzw. Fortführungsfähigkeit der Gesellschaft mit verschiedenen Handlungsalternativen konfrontiert; zumal der Entscheid über die Liquidität und Liquiditätsplanung auf einer Prognose der zukünftigen Liquiditätsentwicklung bzw. Geschäftsentwicklung basiert und im Entscheid über die Fortführung oder Einstellung der Unternehmenstätigkeit resultiert.¹⁵ Dabei muss der Verwaltungsrat die Fortführungsfähigkeit mit Be-

¹¹ So auch ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 3.

¹² GLANZMANN, SZW, 466.

¹³ BBl 2008, 1700; BÖCKLI, Rechnungslegung, 126; JAGMETTI, 11.

¹⁴ BBl 2008, 1700; vgl. auch ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 20 ff.

¹⁵ Siehe ausführlich zur Business Judgment Rule OEHRI, Rz 637 ff.; ähnlich zum Rangrücktritt FORSTMOSER, Aktienreform, 207 f.

zug auf die Liquidität gemäss den Materialien nur infrage stellen, „falls [...] klare Anzeichen erkennbar sind, dass die Liquidität *wahrscheinlich* nicht gegeben ist“ [Hervorhebung eingefügt].¹⁶

In der geplanten Aktienrechtsrevision soll sodann die Liquidität und Liquiditätsplanung in einer eigenen Bestimmung geregelt werden. Entgegen der Version des Bundesrats¹⁷ verpflichtet die durch den Nationalrat und Ständerat verabschiedete Bestimmung (Art. 725 revOR¹⁸) den Verwaltungsrat nur noch zur Überwachung der Liquidität und nicht mehr explizit zur Erstellung eines Liquiditätsplans.¹⁹ Aus der Sicht von Jungunternehmen ist die Abkehr vom Vorschlag des Bundesrats zu begrüßen, zumal die vom Bundesrat geplante Verschiebung des „Frühwarnsystems“ (mit aktuellem Liquiditätsplan und umfassender vorausschauender Beurteilungspflicht der wirtschaftlichen Lage für sechs bzw. zwölf Monate) mit erhöhten Kosten für Jungunternehmen verbunden gewesen wäre sowie die Risiken für Jungunternehmer einer Unternehmenseinstellung erhöht hätte.²⁰ Mit anderen Worten wäre dies sehr schädlich für das gesamte Start-up-Ökosystem gewesen.

¹⁶ BBl 2008, 1700; vgl. JACQUEMOUD/PASQUIER, 288 f., welche dafür plädieren, dass bei Start-ups stets auf den Fortführungswert abzustellen sei und auf die Voraussetzungen des „going concern“ zu verzichten sei. Dies wird einerseits mit der Entstehungsgeschichte des Art. 725 OR begründet und damit, dass die Fortführungsfähigkeit von Start-ups trotz schwacher Liquidität grundsätzlich realistisch sei. Andererseits wird von JACQUEMOUD/PASQUIER ausgeführt, dass Art. 725 Abs. 2 OR den Schutz der Gläubiger bezwecke, die Gläubiger von Start-ups sich aber dem hohen Ausfallrisiko bewusst sind und somit den Schutz von Art. 725 Abs. 2 OR gerade nicht benötigen. Die Ausführungen von JACQUEMOUD/PASQUIER vermögen jedoch leider aufgrund fehlender Konsistenz nicht zu überzeugen. So wird den Start-ups einerseits eine grundsätzlich positive Fortführungsprognose ausgestellt, andererseits wird den Start-ups aber auch gleichzeitig ein hohes Ausfallrisiko attestiert.

¹⁷ BBl 2017, 573 f.

¹⁸ Im revidierten Aktienrecht (siehe Fn. 3) sieht nun Art. 725 revOR vor, dass der Verwaltungsrat die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft zu überwachen und Massnahmen zur Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit zu ergreifen hat, sofern und sobald die Gesellschaft droht zahlungsunfähig zu werden.

¹⁹ Siehe Fahne Entwurf 1 Wintersession 2019 Nationalrat.

²⁰ Siehe hierzu auch die Stellungnahme der Swiss Private Equity & Corporate Finance Association („SECA“) zur Aktienrechtsreform vom 13. März 2015.

2. Folgen einer Überschuldung

a) Benachrichtigung des Gerichts?

Zeigt nun die Zwischenbilanz, dass sich die Gesellschaft in einer Situation der Überschuldung befindet, steht der Verwaltungsrat am Scheideweg. Er hat sich grundsätzlich zwischen zwei Handlungsalternativen zu entscheiden. Soll er – wie der Wortlaut des Gesetzes impliziert (Art. 725 Abs. 2 OR) – das Gericht benachrichtigen und sich damit in ein gerichtlich begleitetes Liquidations-²¹ oder Sanierungsverfahren begeben²²; und damit die Kontrolle über die Gesellschaft teilweise oder vollständig aufgeben? Oder soll er alternativ mit der Benachrichtigung des Gerichts zuwarten und in den Grenzen von Art. 725 OR eine „stille“ Sanierung ausserhalb eines gerichtlich begleiteten Verfahrens versuchen?

b) Aufschub der Benachrichtigung des Gerichts

aa) Einleitung

Entgegen dem heutigen Wortlaut von Art. 725 OR sind sich die herrschende Lehre und Rechtsprechung – auch bei fehlenden Rangrücktritten – einig, dass den Verwaltungsrat keine Pflicht zur Benachrichtigung des Richters trifft, sofern eine konkrete Aussicht auf Sanierung besteht,^{23,24} d.h. nach Ansicht des Verwaltungsrats ebenfalls die Voraussetzungen für die Gewährung eines

²¹ Konkursverfahren nach Art. 159 ff. SchKG oder Nachlassverfahren nach Art. 293 ff. SchKG; mit weiteren Ausführungen zum Nachlassverfahren siehe OEHRI, Rz 15 ff.

²² Konkursaufschub nach Art. 725a OR oder Nachlassverfahren nach Art. 293 ff. SchKG; mit weiteren Ausführungen zum Nachlassverfahren siehe OEHRI, Rz 15 ff.

²³ BGE 116 II 533 E. 5a; BGE 132 III 564 E. 5.1; anstatt vieler BAK-WÜSTNER, Art. 725 OR, N 40a und WIRZ, Rz 49 m.w.H.

²⁴ Im revidierten Aktienrecht (siehe Fn. 3) sieht nun Art. 725b Abs. 4 Ziff. 2 revOR explizit vor, dass die Benachrichtigung des Gerichts unterbleiben kann solange begründete Aussicht besteht, dass die Überschuldung innert angemessener Frist, spätestens aber 90 Tage nach Vorliegen der geprüften Zwischenabschlüssen, behoben werden kann und dass die Forderungen der Gläubiger nicht zusätzlich gefährdet werden.

Konkursaufschubs nach Art. 725a OR gegeben wären.²⁵ Die Gewährung des Konkursaufschubs setzt – wie soeben erwähnt – eine *konkrete Aussicht auf Sanierung* der Gesellschaft voraus.²⁶ Hierbei handelt es sich um einen unbestimmten Rechtsbegriff.²⁷ Aus einem Entscheid des Bundesgerichts aus dem Jahr 2001 lässt sich ableiten, dass eine konkrete Aussicht auf Sanierung bejaht werden kann, wenn keine „erheblichen Zweifel an den Erfolgsaussichten der Sanierung angebracht“ und die Sanierungsbemühungen nicht mit einem erhöhten Risiko für die Gläubiger verbunden sind (zum Risiko der Gläubiger siehe unten, III.1.c)ff)).²⁸ Ein Teil der Lehre bejaht die Sanierungsaussicht, wenn die Sanierungschancen grösser²⁹ oder deutlich grösser als 50% sind³⁰. Ob somit Aussicht auf Sanierung besteht, stellt nach der hier vertretenen Meinung ebenfalls einen Geschäftsentscheid des Verwaltungsrats dar, der im Rahmen eines folgenden Verantwortlichkeitsprozesses nur einer – durch die Business Judgment Rule – begrenzten Nachkontrolle unterliegen sollte (siehe ausführlich hierzu unten, III.1.c)).³¹

²⁵ Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b, wonach „[...] bei Überschuldung der Aktiengesellschaft konkrete Aussichten auf Sanierung rechtfertigen [können], von einer sofortigen Benachrichtigung des Richters gemäss Art. 725 Abs. 2 OR abzusehen, sofern die Forderungen der Gesellschaftsgläubiger nicht durch eine neuerliche Verschlechterung der finanziellen Lage gefährdet werden. [...] Mithin müssen die Voraussetzungen für einen Konkursaufschub nach Art. 725a OR gegeben sein, da die Gläubiger nicht schlechter gestellt werden dürfen als wenn der Richter benachrichtigt wurde“; Urteil des Bundesgerichts 6B.492/2009 vom 18. Januar 2010 E. 2.2, Urteil des Bundesgerichts 6B_985/2016 vom 27. Februar 2017 E. 4.2.1; BAK-WÜSTNER, Art. 725 OR, N 40a.

²⁶ Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b, in welchem das Bundesgericht festhält: „Sind erhebliche Zweifel an den Erfolgsaussichten der Sanierung angebracht oder ist diese für die Gläubiger mit einem erhöhten Risiko verbunden, hat der Verwaltungsrat gemäss Art. 725 OR den Richter zu benachrichtigen und ihm den Entscheid über die Fortführung der Gesellschaft zu überlassen“; VUCUROVIC, Rz 169.

²⁷ LANG, 98.

²⁸ Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b; Urteil des Bundesgerichts 6B_492/2009 vom 18. Januar 2010 E. 2.1.; Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 7. März 2013, HG100052-O; siehe auch LANG, 101 ff. zur Abweichung in der Rechtsprechung zu Art. 725 OR und Art. 725a OR bezüglich Aussicht bzw. Wahrscheinlichkeit der erfolgreichen Sanierung.

²⁹ WIRZ, Rz 62; siehe auch BGE 99 II 289.

³⁰ DUBACH, 156.

³¹ Siehe auch STOFFEL, 659; vgl. MAUCHLE/VON DER CRONE, 234 und 238; siehe ausführlich zur Business Judgment Rule, OEHLI, Rz 637 ff.; ähnlich zum Rangrücktritt, FORSTMOSER, Aktienreform, 207 f.; a.M. SCHÖNENBERGER, 166, nach welchem sich der Verwaltungsrat in der Situation der Überschuldung nicht mehr anmassen könne, über die Sanierungsaussichten zu entscheiden. Dieser Entscheid sei dem Gericht aufgrund von Art. 725a OR vorbehalten.

Die Sanierung einer reifen Gesellschaft, d.h. die dauerhafte finanzielle Gesundung und Wiederherstellung existenzershaltender Gewinne³² bzw. Ertragskraft³³, erfolgt dabei grundsätzlich über operative, finanzielle oder bilanzielle Massnahmen bzw. über eine Kombination dieser Massnahmen.³⁴ Da Start-ups jedoch – wie eingangs erwähnt – zumeist über keine Einnahmen bzw. kein marktfähiges Produkt verfügen, ist der Verwaltungsrat regelmässig auf die bilanziellen sowie insbesondere finanziellen Sanierungsmassnahmen beschränkt. Eine operative Sanierung, die die Reduktion des Aufwands und Erhöhung des Ertrags zum Ziel hat und bei reifen Gesellschaften die primäre und nachhaltigste Sanierungsmassnahme ist³⁵, ist bei Gesellschaften im Aufbau mangels marktreifen Produkten nur begrenzt bzw. gar nicht umsetzbar.

bb) Zeitlicher Horizont der privaten Sanierung

Der Verwaltungsrat sieht sich sodann regelmässig mit der Frage konfrontiert, wie viel Zeit ihm für die Sanierung zur Verfügung steht bzw. wie lange er die Benachrichtigung des Richters zugunsten der Sanierungsbemühungen aufschieben kann. Leider sind der Rechtsprechung und der Lehre diesbezüglich keine klaren Richtwerte zu entnehmen.³⁶ So finden sich einerseits Gerichtsentscheide und Autoren, die einen Aufschub von lediglich wenigen Wochen erlauben möchten.³⁷ Diese Meinung wird auch in der Botschaft zum Rechnungslegungsrecht von 2007 vertreten, in welcher von einer Toleranzfrist von vier bis sechs Wochen gesprochen wird.³⁸ Diese Ansicht basiert wohl auf der Prämisse, dass die Sanierungsmassnahmen bereits vor der Überschuldung eingeleitet wurden bzw. eingeleitet werden müssen (und die Massnahmen sodann innerhalb dieser kurzen Frist auch greifen werden), da eine Sanierung – sollten Sanierungsmassnahmen erst bei Vorliegen einer Überschuldung einge-

³² BGE 137 III 268 E. 2.3.

³³ Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b.

³⁴ Siehe ausführlich hierzu LEUCHTMANN/ZGRAGGEN, et passim.

³⁵ LEUCHTMANN/ZGRAGGEN, 676.

³⁶ Mit einer Übersicht siehe Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 7. März 2013, HG100052-O E. 3.1 sowie MAUCHLE/VON DER CRONE, 231.

³⁷ Urteil des Bundesgerichts 6B.492/2009 vom 18. Januar 2010 E. 2.2 mit Verweis auf BGE 132 III 564 E. 5.1; Urteil des Bundesgerichts 9C_330/2010 vom 18. Januar 2011 E. 5.2.; Urteil des Bundesgerichts 9C_463/2011 vom 14. Juli 2011 E. 6.2; Urteil des Bundesgerichts 6B_985/2016 vom 27. Februar 2017 E. 4.2.1; BÖCKLI, § 13 Rz 816 f. und Rz 818; MAUCHLE/VON DER CRONE, 238, die in komplexen Situationen einen Aufschub bis zu maximal 60 Tagen für zulässig erachten; WIRZ, Rz 51.

³⁸ BBL 2008, 1691; so auch WIRZ, Rz 57.

leitet werden – in einer so kurzen Zeitspanne kaum möglich sein wird.³⁹ Andererseits finden sich in der Literatur und Rechtsprechung aber auch Stimmen, die einen Aufschub von mehreren Monaten oder gar Jahren erlauben möchten, sofern begründete Aussicht auf Sanierung besteht und die Sanierung aktiv durch den Verwaltungsrat vorangetrieben wird.⁴⁰

Der Bundesrat hat die hierdurch entstandene Rechtsunsicherheit erkannt und versucht, diese im Rahmen der aktuellen Aktienrechtsrevision zu adressieren, indem er eine Toleranzfrist von 90 Tagen explizit in das Gesetz einführen möchte.⁴¹ Anders als der Ständerat hat sich der Nationalrat zunächst gegen den Vorschlag des Bundesrates und eine explizite Toleranzfrist von 90 Tagen ausgesprochen. Nach Ansicht des Nationalrats sollte der Verwaltungsrat von der Pflicht zur Benachrichtigung des Richters befreit sein, wenn die begründete Aussicht besteht, dass die Gesellschaft innert kurzer, den Umständen angemessenen Frist saniert werden kann. Diese kurze Frist könne bzw. müsse, so das Votum im Nationalrat, je nach den Umständen auch mehr als 90 Tage betragen dürfen.⁴² Im Rahmen der Sommersession 2020 hat sich der Nationalrat jedoch ebenfalls dem Vorschlag des Bundesrats angeschlossen, womit nun neu in Art. 725b Abs. 4 Ziff. 2 revOR vorgesehen ist, dass die Benachrichtigung des Gerichts unterbleiben kann, „solange begründete Aussicht besteht, dass die Überschuldung innert angemessener Frist, spätestens aber 90 Tage nach Vorliegen der geprüften Zwischenabschlüssen, behoben werden kann und dass die Forderungen der Gläubiger nicht zusätzlich gefährdet werden“. Dies ist in Übereinstimmung mit dem Votum von Vogt im Nationalrat zu bedauern, da sich diese strenge 90ig-Tage-Frist in manchen Sanierungen als zu kurz erweisen wird.⁴³

³⁹ WIRZ, Rz 58; MAUCHLE/VON DER CRONE, 238 f.; siehe aber auch MAUCHLE/VON DER CRONE, 233 f., wonach die Rechtsprechung zwar in einem Teil der Entscheide „kurzfristige“ Sanierungsaussichten voraussetze, jedoch nicht verlange, dass die zur Sanierung nötigen Rechtsakte innerhalb von vier bis sechs Wochen seit der Überschuldung umgesetzt werden müssen.

⁴⁰ BGE 116 III 533 E. 5a sowie Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b, wo durch das Bundesgericht keine zeitliche Beschränkung des Aufschubs der Anzeigepflicht erwähnt wird; Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 7. März 2013, HG100052-O, E. 3.3.28 f.; FORSTMOSER, FS Walter, 289.

⁴¹ BBl 2017, 577 f.

⁴² Votum VOGT, AB 2019 N 2398.

⁴³ Votum VOGT, AB 2020 N 592 f.

cc) *Rangrücktritt*

aaa) *Zweck des Rangrücktritts*

Da aktuell erhebliche Unsicherheit bezüglich der für die Sanierung zur Verfügung stehenden Zeit bzw. des Aufschubs der Benachrichtigung des Gerichts nach Art. 725 OR besteht, ist der Verwaltungsrat gut daran beraten, Rangrücktritte von seinen Gläubigern einzuholen, um sich nicht nachträglich einer erhöhten Verantwortlichkeit wegen Konkursverschleppung auszusetzen.⁴⁴ Obwohl der Rangrücktritt an sich kein Sanierungsinstrument darstellt, da dieser an der Kapitalstruktur der Gesellschaft nichts ändert, verschafft er dem Verwaltungsrat dennoch eine Atempause.⁴⁵ Der Rangrücktritt erhöht mit anderen Worten die Fortführungswürdigkeit der überschuldeten Gesellschaft.⁴⁶

So ist der Verwaltungsrat nach dem expliziten Wortlaut von Art. 725 OR von der Pflicht zur Benachrichtigung des Gerichts befreit, sofern Gläubiger der Gesellschaft im Ausmass der Unterdeckung im Rang hinter alle anderen Gläubiger zurücktreten. Die Ausnahme von der Notifikationspflicht ist dadurch gerechtfertigt, dass durch den Rangrücktritt die aktuellen und zukünftigen Gläubiger vor einer Schädigung bzw. einem Verlust durch Unterlassung der Notifikation geschützt werden.⁴⁷ Der rangrücktrittsbelastete Gläubiger übernimmt dabei die Rolle des einzigen Verlustgläubigers.⁴⁸ Nach einem neueren Entscheid des Bundesgerichts soll entgegen dem Wortlaut des Gesetzes jedoch ein Rangrücktritt nur noch dann von der Benachrichtigung des Gerichts befreien, wenn eine Sanierung nicht völlig aussichtslos erscheint.⁴⁹ Im Rahmen der Aktienrechtsrevision wollte der Nationalrat zunächst diese Rechtsprechung explizit in das Gesetz einführen.⁵⁰ Im Rahmen der weiteren Beratungen wurde dieses zusätzliche Kriterium für die Nichtbenachrichtigung des Richters bei Rangrücktritten allerdings explizit verworfen, womit diese bundesgerichtliche Rechtsprechung unter dem revidierten Aktienrecht nicht mehr gel-

⁴⁴ BAK-GERICKE/WALLER, Art. 754 OR, N 22; BAK-WÜSTINER, Art. 725 OR, N 47; ausführlich auch GLANZMANN/WOLF, 22 ff.

⁴⁵ Urteil des Bundesgerichts 4C_47/2003 vom 2. Juli 2003 E. 2.2; siehe ferner anstatt vieler ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 120.

⁴⁶ BAK-WÜSTINER, Art. 725 OR, N 47.

⁴⁷ DUC, 206.

⁴⁸ BAK-WÜSTINER, Art. 725 OR, N 45.

⁴⁹ Urteil des Bundesgerichts 6B_1279/2018 vom 26. März 2019 E. 2.2: „En l'absence de toute perspective de redressement, une postposition suffisante du point de vue comptable ne libère pas le conseil d'administration de l'obligation d'aviser le juge en cas de surendettement“.

⁵⁰ Siehe Votum VOGT, AB 2019 N 2398 sowie AB 2019 N 2399.

ten wird. Dies hat zur Folge, dass unter Art. 725b Abs. 4 Ziffer. 1 revOR, sofern Rangrücktritte im nötigen Umfang vorliegen, ohne weitere Voraussetzungen die Benachrichtigung des Richters unterbleiben kann.⁵¹

Um den Verwaltungsrat von der Pflicht zur Benachrichtigung des Gerichts zu befreien, müssen die Gläubiger sodann nach dem Wortlaut des Gesetzes im Ausmass der Unterdeckung im Rang hinter alle anderen Gesellschaftsgläubiger zurücktreten.⁵² Aus dem Gesetzestext ergibt sich dabei nicht, ob hierbei die Bilanz zu Fortführungs- oder Veräusserungswerten als Referenzgrösse dient.

Aus der Rechtsprechung und der Botschaft zum Rechnungslegungsrecht ergibt sich jedoch nach der hier vertretenen Ansicht, dass wohl auf die Fortführungsbilanz abzustellen ist, sofern eine Bilanzierung zu Fortführungswerten aufgrund einer positiven Fortführungsprognose zulässig ist.⁵³ Dabei sollte der Rangrücktritt die in den nächsten zwölf Monaten bzw. bis zur Sanierung zu erwartenden Verluste abdecken; was sich bspw. auch aus dem Prüfungsstandard für Revisoren ergibt.⁵⁴ Aktuell muss der Rangrücktritt dabei die Zinsen der rangrücktrittsbelasteten Darlehen nicht umfassen.⁵⁵ Dies wird durch Aktienrechtsrevision geändert. Gemäss Art. 725b Abs. 4 Ziff. 1 revOR hat der Rangrücktritt auch die Zinsforderungen mit zu erfassen.⁵⁶

bbb) Rangrücktritt als Verantwortlichkeitsrisiko

Aufgrund der aktuellen Rechtsprechung des Bundesgerichts hat der Verwaltungsrat einer Gesellschaft in einer Situation der Überschuldung ein besonderes Augenmerk auf die Ausgestaltung des Rangrücktritts zu legen, um sich beim Scheitern einer Sanierung nicht plötzlich mit einer erhöhten Haftung konfrontiert zu sehen. So kann gemäss höchstrichterlicher Rechtsprechung ein Rangrücktritt zwar gegebenenfalls „Ausfälle anderer Gläubiger verhindern oder verringern, da der Rangrücktritt unter anderem die Erklärung des Rang-

⁵¹ Siehe AB 2020 N 984.

⁵² Siehe hierzu BAK-WÜSTINER, Art. 725 OR, N 48 m.w.H.; kritisch BÖCKLI, § 13 Rz 803 ff.

⁵³ Urteil des Bundesgerichts 4C.47/2003 vom 2. Juli 2003 E. 3.1; BBL 2008, S. 1691; siehe auch BÖCKLI, § 13 Rz 801, nach welchem ebenfalls auf die Fortführungsbilanz abzustellen ist, sofern und solange die Gesellschaft auf der Basis eines realistischen Sanierungsplans fortgeführt und saniert werden soll; siehe so neu Art. 725b Abs. 1 revOR.

⁵⁴ Siehe ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 112 mit Verweis auf den Prüfungsstandard (PS 290 Tz. FF); vgl. auch BAK-WÜSTINER, Art. 725 OR, N 48; siehe auch BÖCKLI, § 13 N 803 ff., wonach der Rangrücktritt 50% des Aktienkapitals decken sollte.

⁵⁵ Urteil des Bundesgerichts 4C.47/2003 vom 2. Juli 2003 E. 4.; GLANZMANN, SZW, 472.

⁵⁶ BBL 2017 720.

rücktrittsgläubiger enthält, im Falle eines Konkurses im Rang hinter alle übrigen Gläubiger bis zu deren vollen Befriedigung zurückzutreten“; die Rangrücktrittserklärung beinhalte aber – so das Bundesgericht – nicht per se einen Forderungsverzicht.⁵⁷ Da somit mit dem Rangrücktritt die betreffenden Schulden der Gesellschaft nicht einfach wegfallen, bleibt der Rangrücktritt ohne Einfluss auf das Gesellschaftsvermögen; mit anderen Worten führt der Rangrücktritt nicht zu einer Reduktion der Passiven. In der Konsequenz sind rangrücktrittsbelastete Forderungen von Gesellschaftsgläubigern nach konstanter bundesgerichtlicher Rechtsprechung – sofern der Rangrücktritt keinen expliziten Forderungsverzicht enthält – bei der Berechnung des mittelbaren Schadens im Rahmen eines allfälligen Verantwortlichkeitsprozesses gemäss Art. 754 OR zu berücksichtigen.⁵⁸

Aus den obigen Ausführungen resultiert, dass der umsichtige Verwaltungsrat bei der Ausarbeitung von Rangrücktritten insbesondere darauf hinwirken sollte, dass die Rangrücktrittserklärung einen auf die Konkurseröffnung bedingten Forderungsverzicht beinhaltet.⁵⁹ Konkret sollten die rangrücktrittsbelasteten Gläubiger im Rangrücktritt erklären, auf ihre Forderungen in dem Umfang zu verzichten, in dem das Verwertungsergebnis im Konkurs zur vollen Befriedigung der übrigen Gläubiger und zur Deckung allfälliger Verfahrenskosten benötigt wird.⁶⁰

Diese Problematik wurde durch den Bundesrat erkannt und in der Aktienrechtsrevision aufgenommen. Art. 757 Abs. 4 revOR sieht neu vor, dass in die Berechnung des Schadens der Gesellschaft Forderungen der Gesellschaftsgläubiger, die im Rang hinter alle anderen Gläubiger zurückgetreten sind, nicht einzubeziehen sind.

⁵⁷ Urteil des Bundesgerichts 4A_277/2010 vom 2. September 2010 E. 2.3; Urteil des Bundesgerichts 4A_478/2008 vom 16. Dezember 2008 E. 4.2 f.

⁵⁸ Urteil des Bundesgerichts 4A_277/2010 vom 2. September 2010 E. 2.3; Urteil des Bundesgerichts 4A_478/2008 vom 16. Dezember 2008 E. 4.2 f.; siehe auch GLANZMANN, GesKR, 400; BAK-GERICKE/WALLER, Art. 754 OR, N 22; siehe auch DUC, 206; kritisch CAMPONOVO/BAUMGARTNER, et passim.

⁵⁹ GLANZMANN, GesKR, 400.

⁶⁰ GLANZMANN, GesKR, 400; siehe auch DUC, 206.

III. Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats

I. Gesellschaftsrechtliche Regelung

a) *Konkursverschleppung und Konkursverschleppungsschaden*

Nach Art. 725 Abs. 2 OR hat der Verwaltungsrat einer Gesellschaft grundsätzlich die Pflicht, bei einer Überschuldung der Gesellschaft den Richter zu benachrichtigen (siehe zum Aufschub der Benachrichtigung oben, II.2.b)). Unterlässt es der Verwaltungsrat schuldhaft in Verletzung seiner Pflicht, den Richter zu benachrichtigen, so haftet er nach Art. 754 ff. OR den Gläubigern, den Aktionären und der Gesellschaft für den dadurch entstandenen Schaden (siehe ausführlich zu Art. 754 ff. OR hiernach).^{61,62}

Der Schaden durch die unterlassene Benachrichtigung des Richters, der sog. Fortführungsschaden, kann gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung festgestellt werden, indem der aus den „Buchhaltungsunterlagen ersichtliche Saldo im Zeitpunkt der Verletzung der Benachrichtigungspflicht mit dem (höheren) Verlust im Zeitpunkt der tatsächlichen erfolgten Konkurseröffnung verglichen wird“.⁶³ Es gilt den Vermögensstand der Gesellschaft bei Konkurseröffnung mit dem Vermögen zu jenem Zeitpunkt zu vergleichen, auf welchen der Verwaltungsrat die Konkurseröffnung bei pflichtgemäsem Handeln hätte herbeiführen müssen.⁶⁴ Für die Berechnung des Schadens ist dabei allein auf die Liquidationswerte der Aktiven abzustellen, da mit Konkurseröffnung der gewöhnliche Geschäftsbetrieb eingestellt wird.⁶⁵

⁶¹ Vgl. Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b; BGE 116 II 533 E. 5a; MAUCHLE/VON DER CRONE, 235.

⁶² Es gilt jedoch mit Blick auf Art. 754 ff. OR und die damit zusammenhängende „Schutznormtheorie“ festzuhalten, dass Art. 725 Abs. 2 OR durch das Bundesgericht als Bestimmung qualifiziert wird, die nicht ausschliesslich die Gläubiger schützt, siehe BGE 136 III 14 E. 2.4; BGE 128 III 180 E. 2c.

⁶³ BGE 136 III 322 E. 3.2.1; Urteil des Bundesgerichts 4C.263/2004 vom 23. Mai 2005 E. 3; Urteil des Bundesgerichts 4A_555/2009 vom 3. Mai 2010 E. 2.5; Urteil des Bundesgerichts 4A_251/2013 vom 11. November 2013 E. 2.3; siehe aber auch den kontrovers diskutierten Entscheid BGer 4C/256/1997, in welchem ein Gesellschaftsschaden bejaht wurde, da sich die Verbindlichkeiten zwischen dem Zeitpunkt, an welchem die Bilanz hätte deponiert werden müssen, und dem Zeitpunkt, an welchem die Bilanz tatsächlich deponiert wurde, erhöht hatten; dies obwohl die Überschuldung in diesem Zeitraum nicht zugenommen hatte.

⁶⁴ BGE 136 III 322 E. 3.2.1; BÖCKLI, § 18 Rz 369a; mit weiteren Ausführungen BAK-GERICKE/WALLER, Art. 754 OR, N 22; vgl. auch JACQUEMOUD/PASQUIER, 295 f.

⁶⁵ BGE 136 III 322 E. 3.2.1; BÖCKLI, § 18 Rz 369a; mit weiteren Ausführungen BAK-GERICKE/WALLER, Art. 754 OR, N 22.

b) Voraussetzungen der Haftung nach Art. 754 ff. OR

Gemäss Art. 754 ff. OR ist der Verwaltungsrat gegenüber der Gesellschaft, den einzelnen Aktionären sowie den Gesellschaftsgläubigern für den (1) Schaden verantwortlich, den er durch (2) schuldhafte (d.h. absichtliche oder fahrlässige) (3) Verletzung seiner Pflichten – wie der Benachrichtigung des Richters im Falle einer Überschuldung (gemäss Art. 725 OR) – verursacht, sofern (4) die schuldhafte Sorgfaltspflichtverletzung adäquat kausal für den Eintritt des Schadens war.⁶⁶

Der Verwaltungsrat haftet dabei für jedes Verschulden, mit anderen Worten auch für leichte Fahrlässigkeit. Dabei gilt nach anerkannter Auffassung ein objektivierter Verschuldensmassstab. Es wird verlangt, dass das fragliche Organ so handelt bzw. gehandelt hat, „wie es von einem sachkundigen Organ in der konkreten Stellung objektiv verlangt werden darf“.⁶⁷ Der objektivierte Verschuldensmassstab führt sodann dazu, dass eine Entlastung des Verwaltungsrats aufgrund fehlenden Verschuldens kaum mehr möglich ist, ist eine Pflichtverletzung durch den Verwaltungsrat einmal nachgewiesen.⁶⁸ Hierdurch gewinnt das Tatbestandselement der Pflichtverletzung eine besondere Bedeutung.⁶⁹

Eine haftpflichtrelevante Pflichtverletzung liegt sodann nur dann vor, wenn der Verwaltungsrat bei der Erfüllung seiner Pflichten – wie der „rechtzeitigen“ Benachrichtigung des Richters im Falle der Überschuldung – nicht die nötige Sorgfalt aufgebracht hat.⁷⁰ Hierbei sollte die Handlung aus der *ex ante*-Perspektive betrachtet werden, d.h., es ist auf den Wissenstand des Verwaltungsrats im Zeitpunkt der Handlung oder bewussten Unterlassung abzustellen. Ferner sollten sich Gerichte bei der Kontrolle von unternehmerischen Entscheidungen eine gewisse Zurückhaltung auferlegen, da der Richter nicht die geeignete Instanz ist, Geschäftsentscheide zu beurteilen.⁷¹ In diesem Zusammenhang wird von einem Teil der Lehre daher der Rückgriff auf die Business

⁶⁶ BGE 132 III 342 E. 4.1; Urteil des Bundesgerichts 4A.74/2012 vom 18. Juni 2012 E. 3; ausführlich NIKITINE, 84 f.; siehe auch JACQUEMOUD/PASQUIER, et passim.

⁶⁷ Urteil des Bundesgerichts 4A.74/2012 vom 18. Juni 2012 E. 5 m.w.H. auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung; VOGT/BÄNZIGER, 613 f.; siehe auch JACQUEMOUD/PASQUIER, 303.

⁶⁸ BAK-GERICKE/WALLER, Art. 754 OR, N 35; BÖCKLI, § 18 Rz 429 f.

⁶⁹ OEHR, Rz 635 m.w.H.

⁷⁰ GLANZMANN, ZSR, 164; OEHR, Rz 635.

⁷¹ GLANZMANN, ZSR, 165 m.w.H.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 13; BAK-WATTER/PELLANDA, Art. 717 OR, N 6; VON DER CRONE, Interessenkonflikte, 7; vgl. RUFFNER, 211; OEHR, Rz 635.

Judgment Rule zur Beurteilung, ob ein Entscheid mit der notwendigen Sorgfalt getroffen wurde, gefordert. Diesem Ruf ist das Bundesgericht in seiner neueren Rechtsprechung gefolgt.⁷²

c) *Business Judgment Rule*

aa) *Einleitung*

Durch die Übernahme der Business Judgment Rule in die Schweizer Rechtsprechung⁷³ zu Art. 754 ff. OR prüfen Gerichte einen Geschäftsentscheid in inhaltlicher Hinsicht lediglich darauf, ob dieser als vertretbar erscheint, wenn der (1) Geschäftsentscheid in einem (2) einwandfreien, (3) auf einer angemessenen Informationsbasis beruhenden und (4) von Interessenkonflikten freien Entscheidprozess zustande gekommen ist.⁷⁴ Sind diese Voraussetzungen allerdings nicht erfüllt, so „rechtfertigt es sich nicht, bei der Prüfung der Sorgfaltspflichtverletzung besondere Zurückhaltung zu üben und lediglich zu prüfen, ob der Entscheid noch im Rahmen des Vertretbaren liegt“. Vielmehr ist in einem solchen Fall der Geschäftsentscheid durch das Gericht einer umfassenden und freien Prüfung zu unterziehen.⁷⁵

Anders als bei der Business Judgment Rule US-amerikanischer sowie deutscher Ausprägung stellt die Business Judgment Rule Schweizer Ausprägung nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung weder eine Vermutungsregel auf⁷⁶ noch bewirkt sie eine Umverteilung der Beweislast.⁷⁷ Das Bundesgericht hält vielmehr fest, dass derjenige, welcher eine Haftung des Verwaltungsrats aufgrund der Art. 754 ff. OR geltend mache, beweispflichtig für die „tatbestandlichen Grundlagen, aus denen [er seinen] Vorwurf der Sorgfaltspflichtverletzung ableitet“, sei.⁷⁸ Da das Bundesgericht zudem auf die Business Judgment Rule im Rahmen der Bestimmung einer Pflichtwidrigkeit – und nicht beim Ver-

⁷² GLANZMANN, ZSR, 166; OEHRI, Rz 635 sowie Rz 649 ff. mit weiteren Ausführungen zur bundesgerichtlichen Rechtsprechung.

⁷³ Siehe ausführlich hierzu OEHRI, Rz 649 ff.

⁷⁴ OEHRI, Rz 652.

⁷⁵ Urteil des Bundesgerichts 4A.219/2015 vom 8. September 2015 E. 4.2.1.

⁷⁶ Siehe zum US-amerikanischen Recht OEHRI, Rz 233 ff.

⁷⁷ Siehe zum deutschen Recht OEHRI, Rz 606.

⁷⁸ Urteil des Bundesgerichts 4A.626/2013 vom 8. April 2014 E. 5.2.

schulden, welches vermutet wird⁷⁹ – zurückgreift⁸⁰, ergibt sich diese Beweislastverteilung zugunsten der mit der Geschäftsführung betrauten Personen auch bereits aus Art. 8 ZGB.^{81,82}

bb) Geschäftsentscheide

Wie eingangs dargelegt, sollen Gerichte Geschäftsentscheide nachträglich nur zurückhaltend einer gerichtlichen Nachkontrolle unterziehen. Ein Entscheid des Verwaltungsrats qualifiziert sodann gemäss der einschlägigen Literatur als Geschäftsentscheid, wenn dem Verwaltungsrat im Rahmen seiner gesetzlichen sowie statutarischen Pflichten mit Bezug auf die wirtschaftliche Weichenstellung verschiedene Handlungsalternativen zur Verfügung stehen; d.h. ihm ein Ermessen eingeräumt wird. Kumulativ muss ein solcher Entscheid als Ganzes oder in Teilen einen prognostischen Charakter aufweisen oder/und unter Zeitdruck gefällt werden.⁸³

Ist der Verwaltungsrat allerdings in seinem Entscheid aufgrund Gesetz oder Statuten gebunden, wird ihm mit anderen Worten kein Auswahlermessen eingeräumt, sondern ein (präzise) bestimmtes Handeln oder Unterlassen abverlangt (bspw. bei reinen Vollzugsakten), liegt in der Konsequenz kein Geschäftsentscheid im Sinne der Business Judgment Rule vor.⁸⁴ Im gleichen Sinne kommt die Business Judgment Rule ferner nicht auf Entscheide zur Anwendung, die gegen private und öffentliche Rechtsnormen, die Statuten sowie das Organisationsreglement der entsprechenden Gesellschaft verstossen.⁸⁵

Nach der hier vertretenen Meinung handelt es sich sowohl bei der Frage, ob und welche Sanierungsmassnahmen in einer Situation der Überschuldung einzuleiten sind, wie auch bei der Frage, ob mit der Benachrichtigung des Gerichts zugewartet werden kann, jeweils um Geschäftsentscheide im oben

⁷⁹ So aber noch in Urteil des Bundesgerichts 4A.74/2012 vom 18. Juni 2012.

⁸⁰ Urteil des Bundesgerichts 4A.626/2013 vom 8. April 2014 E. 5; BGE 139 III 26 E. 3.2; Urteil des Bundesgerichts 4A.97/2013 vom 28. August 2013 E. 5.2; Urteil des Bundesgerichts 4A.219/2015 vom 8. September 2015 E. 4.2.1; Urteil des Bundesgerichts 4A_259/2016 vom 13. Dezember 2016, E. 5.2.

⁸¹ CHRISTEN, 128; VOGT/BÄNZIGER, 613 und 626 f.; vgl. auch NIKITINE, § 12 et passim und 278 zum beweisprozessualen Gehalt der Business Judgment Rule.

⁸² Zur Umkehr der Beweislast bei einem Interessenkonflikt siehe mit weiteren Ausführungen OEHR, Rz 654 sowie HOFFMANN-NOWOTNY, 462 f.

⁸³ OEHR, Rz 693; SETHE, 173; NIKITINE, 165 ff., welcher den Begriff des „Unternehmensentscheids“ verwendet, diesen allerdings ähnlich wie hier umschreibt; CHRISTEN, 126; GRASS, 112, der den Begriff des „Geschäftsentscheids“ weiter auslegt.

⁸⁴ SETHE, 173 f. mit weiteren Ausführungen; OEHR, Rz 694.

⁸⁵ NIKITINE, 169; GRASS, 94 ff.; VOGT/BÄNZIGER, 618; OEHR, Rz 694.

erwähnten Sinne. So wird dem Verwaltungsrat zunächst auch durch die bundesgerichtliche Rechtsprechung ein „grosser Ermessensspielraum“ bei der Beurteilung und Implementierung von Sanierungsmassnahmen eingeräumt, was für eine Qualifizierung dieser Entscheide als „Geschäftsentscheide“ spricht.⁸⁶ Ferner stellt auch der Entscheid über die Benachrichtigung des Richters im Falle einer Überschuldung ein Geschäftsentscheid im Sinne der Business Judgment Rule dar, da – entgegen dem Wortlaut des Gesetzes – nach herrschender Lehre und konstanter Rechtsprechung keine automatische Pflicht zur Benachrichtigung besteht, sofern der Verwaltungsrat von einer konkreten Aussicht auf Sanierung ausgeht.^{87,88} Bei der Beurteilung der Fortführungsfähigkeit hat der Verwaltungsrat namentlich folgende Faktoren abzuwägen: Liquidität, Bilanzsituation, Marktumfeld, Einstellung der Gläubiger und Lieferanten gegenüber der Gesellschaft und Innovationskraft der Gesellschaft.⁸⁹ Mit anderen Worten wird dem Verwaltungsrat nicht detailliert vorgegeben, was im Falle einer Überschuldung zu tun ist. Es gilt in diesem Zusammenhang zudem darauf hinzuweisen, dass der Verwaltungsrat nach einem Teil der Lehre nicht nur eine Sorgfaltpflichtverletzung begeht, wenn er das Gericht zu spät über die Überschuldung informiert, sondern auch wenn er dies zu früh tut, d.h. die Sanierung verhindert.⁹⁰ Der Verwaltungsrat sieht sich somit in einer Situation der Überschuldung ohne Zweifel mit einem Auswahlermessen konfrontiert und hat gestützt auf eine Prognose den „richtigen“ Moment für die Benachrichtigung des Gerichts zu bestimmen, welcher nicht klar und präzise durch das Gesetz und die Rechtsprechung bestimmt ist. Mit der Aktienrechtsrevision (Art. 725b Abs. 4 revOR) wird nun aber dem Verwaltungsrat in jedem Fall eine absolute Frist von 90 Tagen für die Umsetzung von Sanierungsmassnahmen gesetzt.

⁸⁶ Siehe auch STOFFEL, 659; siehe auch Urteil des Bundesgerichts 4A_306/2009 vom 8. Februar 2010 E. 7.2.4, in welchem das Bundesgericht festhielt, dass es zu bedenken gelte, dass „bei der Beurteilung von Sanierungsmassnahmen ein grosser Ermessensspielraum einzuräumen und bei der gerichtlichen Beurteilung von Geschäftsleitungsentscheiden grundsätzlich Zurückhaltung zu üben ist“; siehe auch JACQUEMOUD/PASQUIER, 301.

⁸⁷ Siehe hierzu die Ausführungen oben, II.2.b)aa); sowie KÄLIN, Rz 637 ff., mit weiteren Hinweisen auch zur voreiligen Benachrichtigung des Richters; GLANZMANN, SZW, 474; siehe auch MAUCHLE/VON DER CRONE, 235 und 238.

⁸⁸ Dies gilt auch unter dem revidierten Aktienrecht (siehe Fn. 3), wonach gemäss Art. 725b Abs. 4 Ziff. 2 revOR keine automatische Pflicht zur Benachrichtigung des Gerichts besteht, solange begründete Aussicht besteht, dass die Überschuldung innert angemessener Frist, spätestens aber 90 Tage nach Vorliegen der geprüften Zwischenabschlüssen, behoben werden kann und dass die Forderungen der Gläubiger nicht zusätzlich gefährdet werden.

⁸⁹ Siehe auch WIRZ, Rz 49 f.; siehe auch JAGMETTI, 220.

⁹⁰ Siehe KÄLIN, Rz 643 m.w.H.; vgl. auch JACQUEMOUD/PASQUIER, 301 m.w.H.; kritisch MAUCHLE/VON DER CRONE, 239 m.w.H.

cc) *Angemessene Informationsbasis*

Wie das Bundesgericht in seiner Rechtsprechung zu Art. 754 ff. OR weiter festhält, muss der Geschäftsentscheid auf angemessener bzw. hinreichender Informationsbasis getroffen worden sein, damit sich Gerichte bei der Überprüfung des Entscheids Zurückhaltung auferlegen, d.h. den Entscheid inhaltlich lediglich auf seine Vertretbarkeit hin überprüfen.⁹¹

Es kann hierbei – bereits aus praktischen Gründen – jedoch nicht verlangt werden, dass der Verwaltungsrat sämtliche Informationen mit Bezug auf den zu treffenden Geschäftsentscheid zu sammeln und auszuwerten hat. Vielmehr ist eine Abwägung/Selektion durch die Entscheidungsorgane vorzunehmen (sog. *Abwägungsermessen*).⁹² Um die Angemessenheit der Informationsbasis (quantitativ und qualitativ) zu bestimmen, hat sich der Verwaltungsrat – in der Form einer Gesamtwürdigung – an folgenden Kriterien zu orientieren: (i) die zeitlichen Umstände (d.h. die Dringlichkeit des Entscheids); (ii) die mögliche Handlungsalternativen, (iii) die finanzielle/betriebswirtschaftliche Bedeutung des Entscheids; (iv) die Komplexität des Entscheids; (v) schliesslich ist auch eine Kosten-Nutzen-Analyse vorzunehmen.⁹³

Nach der hier vertretenen Meinung besteht eine angemessene Informationsbasis sodann aus den Informationen, die nach unternehmerischen Aspekten vernünftigerweise – d.h. unter Berücksichtigung und Abwägung der vorgängigen Kriterien – aus der *ex ante*-Perspektive für die Entscheidungsfindung erforderlich erscheinen.⁹⁴ Hierdurch wird dem Verwaltungsrat bereits bei der Auswahl der zu berücksichtigenden Informationen ein Ermessensspielraum eingeräumt, wobei sich das Gericht auch hier Zurückhaltung auferlegen sollte. Ansonsten müssten die Gerichte ihre Sicht mit Bezug auf die Angemessenheit der Informationsbasis formulieren, was wiederum die Gefahr eines „*hindsight bias*“ birgt.⁹⁵

Mit Blick auf Art. 725 Abs. 2 OR und der Prüfung der Sanierungsaussichten hat sich der Verwaltungsrat insbesondere auf Informationen zu stützen, die ihm eine Beurteilung namentlich der folgenden Faktoren ermöglichen: Liquidität(sentwicklung) und Bilanzsituation der Gesellschaft, Marktumfeld, Einstel-

⁹¹ Urteil des Bundesgerichts 4A_219/2015 vom 8. September 2015 E. 4.2.1; BGE 139 III 24 E. 3.2; OEHRl, Rz 700 ff. m.w.H.; VOGT/BÄNZIGER, 614 m.w.H.

⁹² NIKITINE, 252 ff.; GERICKE/WALLER, 301 f.

⁹³ GERICKE/WALLER, 301 f.; CHRISTEN, 126; NIKITINE, 253 f.

⁹⁴ Siehe auch GERICKE/WALLER, 301 f.

⁹⁵ OEHRl, Rz 702 m.w.H.; FACINCANI/SUTTER, 357.

lung der Gläubiger und Lieferanten gegenüber der Gesellschaft, Innovationskraft der Gesellschaft.⁹⁶ Diese allgemeinen Faktoren sind jeweils im Einzelfall mit gesellschaftsspezifischen Faktoren zu ergänzen.

dd) Einwandfreier Entscheidprozess

Weiter muss ein „einwandfreier Entscheidprozess“ zum Geschäftsentscheid geführt haben. Das Kriterium des „einwandfreien Entscheidprozesses“ erfasst als Oberbegriff sowohl das Kriterium der „angemessenen Informationsbasis“ als auch den Umstand, dass Entscheide „frei von Interessenkonflikten“ sein müssen. Hierneben weist das Begriffspaar jedoch auch einen eigenständigen Regelungsgehalt auf.⁹⁷

So muss der Entscheid in Übereinstimmung mit den gesellschaftsinternen Regularien (Statuten, Organisationsreglement etc.) und entsprechenden gesetzlichen Vorgaben an den Entscheidprozess (siehe bspw. Art. 713 OR) getroffen werden, d.h. beispielsweise nach einer ordnungsgemäss vorgenommenen Einladung in einer ordnungsgemäss abgehaltenen Verwaltungsratssitzung.⁹⁸ Des Weiteren setzt ein „einwandfreier Entscheidprozess“ voraus, dass die Chancen und Risiken eines geplanten Geschäftsentscheids eingehend abgewogen werden.⁹⁹

ee) Frei von Interessenkonflikten

Der Rückgriff auf die Business Judgment Rule setzt schliesslich voraus, dass die mit der Geschäftsführung betrauten Personen frei von einem Interessenkonflikt gehandelt haben. Dieses Kriterium findet seinen Ausdruck in Art. 717 OR. Nach Art. 717 OR haben die mit der Geschäftsführung betrauten Personen die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren. Hieraus resultiert zunächst, dass der Verwaltungsrat keine eigenen Interessen sowie Drittinteressen verfolgen darf.¹⁰⁰

Befindet sich der Verwaltungsrat in einem Interessenkonflikt, hat dies zur Folge, dass die Pflichtwidrigkeit des Geschäftsentscheids vermutet wird (sog. tat-

⁹⁶ Siehe auch WIRZ, Rz 49 f.; siehe auch JAGMETTI, 220.

⁹⁷ OEHRI, Rz 707; KUNZ, 277 f.; CHRISTEN, 126.

⁹⁸ CHRISTEN, 126; FACINCANI/SUTTER, 347; Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 26. Januar 2015, HG120149-O.

⁹⁹ Urteil des Bundesgerichts 4A_642/2016 vom 27. Juni 2017 E. 2.5.3; FACINCANI/SUTTER, 357.

¹⁰⁰ OEHRI, Rz 710 m.w.H.; FACINCANI/SUTTER, 357.

sächliche Vermutung).¹⁰¹ Der Verwaltungsrat kann gegen diese tatsächliche Vermutung den Gegenbeweis erbringen¹⁰², indem dargelegt wird, dass „der Entscheid zu einem inhaltlich angemessenen Ergebnis führte oder prozedural abgesichert war“.¹⁰³ So kann der Verwaltungsrat beispielsweise durch die Genehmigung des mit einem Interessenkonflikt belasteten Entscheids durch die Generalversammlung oder durch eine Fairness Opinion den Gegenbeweis erbringen.¹⁰⁴

ff) Vertretbarkeit des Geschäftsentscheids

Sind sämtliche hiervor erwähnten Kriterien erfüllt, so prüft das Gericht lediglich, ob der fragliche Geschäftsentscheid vertretbar erscheint.¹⁰⁵ Ein Geschäftsentscheid erscheint sodann grundsätzlich vertretbar, wenn die mit der Geschäftsführung betrauten Personen diesen in der ehrlichen und gerechtfertigten Überzeugung, im besten Interesse der Gesellschaft zu handeln, getroffen haben (vgl. Art. 717 OR). Das heisst *e contrario*, ein Entscheid ist nicht vertretbar, wenn er nicht im Interesse der Gesellschaft liegt.¹⁰⁶

Es wäre jedoch nach der hier vertretenen Meinung falsch, das Gesellschaftsinteresse in einer Situation der Überschuldung stets mit dem Interesse der Gläubiger gleichzusetzen.¹⁰⁷ Solange eine positive Fortführungsprognose vorliegt und die Sanierung – im Nachlassverfahren oder ausserhalb eines Nachlassverfahrens – durch den Verwaltungsrat auch aktiv angestrebt wird, bleibt einerseits der Zweck der Gesellschaft unverändert¹⁰⁸ und andererseits soll die rechtliche und organisatorische Verknüpfung von Personen und Mitteln erhalten und weitergeführt werden.¹⁰⁹ Dies wiederum hat nach der hier vertrete-

¹⁰¹ Urteil des Bundesgerichts 4C.139/2001 vom 13. August 2001 E. 2a.bb; Urteil des Bundesgerichts 4A_259/2016 vom 13. Dezember 2016 E. 5.2; HOFFMANN-NOWOTNY, 463; BGE 132 III 758 E. 3.3; VON DER CRONE, Interessenkonflikte, 8 f.; VON DER CRONE, Haftungsbeschränkung, 7 m.w.H.; kritisch GERICKE/WALLER, 309.

¹⁰² Urteil des Bundesgerichts 4A_259/2016 vom 13. Dezember 2016 E. 5.2.

¹⁰³ GLANZMANN, ZSR, 166; VON DER CRONE, Interessenkonflikte, 8 f.; BRUGGER/VON DER CRONE, 185.

¹⁰⁴ BRUGGER/VON DER CRONE, 185 m.w.H.

¹⁰⁵ Urteil des Bundesgerichts 4A_623/2018 vom 31. Juli 2019 E. 3.1.

¹⁰⁶ VOGT/BÄNZIGER, 615 f.; NIKITINE, 154 ff.; OEHRI, Rz 711.

¹⁰⁷ So wohl aber GLANZMANN, SZW, 474, sowie VOGT, 1087.

¹⁰⁸ Dieser zielt nicht nur noch auf die Liquidation und somit Versilberung der Vermögenswerte der Gesellschaft.

¹⁰⁹ OEHRI, Rz 308, CHRISTEN, 17; a.M. wohl JAGMETTI, 206 ff.

nen Ansicht zur Folge, dass das Gesellschaftsinteresse nicht auf die Gläubigerinteressen – die allein auf den Liquidationswert der Gesellschaft reduziert sind (siehe hierzu sogleich) – beschränkt werden darf.¹¹⁰

Das Gesellschaftsinteresse im Rahmen einer Sanierung besteht somit vielmehr darin, die Ressourcen, die das Unternehmen unter der Trägerschaft der Gesellschaft ausmachen (Kapital, Arbeitskraft, Umlaufvermögen, Anlagevermögen etc.), wieder effizient zu koordinieren und einzusetzen und damit den Fortführungswert der Gesellschaft zu erhalten bzw. zu steigern.¹¹¹ Um dies umsetzen zu können, sind die Interessen sämtlicher Stakeholder¹¹², die in die Schuldnerin über Forderungen, Arbeitskraft etc. „investiert“ sind und die für die Sanierung von zentraler Bedeutung sind, zu berücksichtigen.¹¹³

Die Interessen der *bestehenden Gläubiger* verdienen dabei lediglich im Umfang des virtuellen Liquidationswerts der Gesellschaft durch den Verwaltungsrat besondere Beachtung und Schutz.¹¹⁴ So hält auch das Bundesgericht fest, dass der Verwaltungsrat den Richter zu benachrichtigen hat, wenn die Sanierung mit einem erhöhten Risiko für die Gläubiger verbunden ist.¹¹⁵ Das Risiko einer Sanierung für die bestehenden Gläubiger kann nach der hier vertretenen Meinung dabei nur als Differenz zwischen der Höhe der virtuellen Konkursdividende bei sofortiger Benachrichtigung des Richters und bei nachträglicher Benachrichtigung des Richters (d.h. nach vorgängiger, erfolgloser Sanierung) verstanden werden.^{116,117} Das so verstandene Risiko ist dabei wohl noch nicht als erhöht zu qualifizieren, wenn sich die Konkursdividende durch die Verzögerung lediglich um wenige Prozentpunkte reduzieren könnte, zumal eine erfolgreiche Sanierung die vollständige Deckung der Gläubigerforderungen zur

¹¹⁰ Siehe auch MAUCHLE/VON DER CRONE, 236; a.M. wohl JACQUEMOUD/PASQUIER, 302.

¹¹¹ MEIER, 5; vgl. zur Sanierung im Nachlassverfahren OEHRI, Rz 300 ff. sowie Rz 713 ff.

¹¹² Vgl. zur team production-Theorie OEHRI, Rz 306 ff.

¹¹³ Siehe hierzu auch OEHRI, Rz 399 mit einem Überblick zum stakeholder value-Ansatz sowie Rz 306 ff. zur team production-Theorie im Nachlassverfahren.

¹¹⁴ Der Liquidationswert ist der Erlös, der nach Einstellung des Betriebs der Schuldnerin bei der stückweisen Versilberung der schuldnerischen Vermögenswerte erzielt wird, siehe hierzu GLANZMANN, Haftungsrisiken, 257 sowie VON DER CRONE/MAUCHLE, 236 und JACQUEMOUD/PASQUIER, 284; vgl. auch BGE 136 III 322 E. 3.2.1.

¹¹⁵ Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b.

¹¹⁶ Vgl. auch GLANZMANN/WOLF, 23 f.

¹¹⁷ Dabei ist jedoch klarzustellen, dass die Schlechterstellung (d.h. Verkleinerung der Konkursdividende) auf die sorgfaltswidrige Verzögerung der Konkursanmeldung zurückzuführen sein muss, siehe zur Kausalität JACQUEMOUD/PASQUIER, 306 f.

Folge hätte.¹¹⁸ Der Liquidationserlös ist hierbei in beiden Zeitpunkten wiederum als Erlös zu verstehen, der nach Einstellung des Betriebs der Gesellschaft bei der stückweisen Versilberung der Vermögenswerte der Gesellschaft erzielt wird bzw. erzielt werden kann.¹¹⁹ Der Liquidationserlös – auch bei sofortiger Benachrichtigung des Gerichts – entspricht sodann meist nur noch einem Bruchteil des Fortführungswertes der Aktiven, sofern die Gesellschaft nicht über wertbeständige und wenig spezialisierte Vermögenswerte verfügt (bspw. Liegenschaften).¹²⁰ In der Konsequenz wird in der Literatur auch überzeugend die Meinung vertreten, dass es auch durchaus zulässig sein soll, bestimmte Gläubiger zu bevorzugen, wenn deren Leistungen für die Fortführung des Betriebs notwendig sind (siehe ausführlich hierzu unten, III.2.e)).¹²¹

Durch die Überschuldungsanzeige sollen sodann auch *neue Gläubiger*, die nach der Überschuldung und während des Aufschubs der Benachrichtigung in eine geschäftliche Beziehung zu der Gesellschaft treten, geschützt werden.¹²² Ihr Risiko bzw. ihr „schützenswertes Interesse“ kann dabei nach der hier vertretenen Meinung nicht wie bei den bestehenden Gläubigern auf den Liquidationswert reduziert werden, da diese erst nach Eintritt der Überschuldung und aufgrund des Aufschubs der Benachrichtigung des Gerichts in Beziehung zu der überschuldeten Gesellschaft treten. Hieraus ergibt sich, dass ihre Forderungen – anders als die Forderungen der bestehenden Gläubiger – nicht bereits aufgrund des Eintritts der Überschuldung eine „Entwertung“ erfahren haben; die Sanierung und der Aufschub werden vielmehr durch die neuen Gläubiger „mitfinanziert“ und damit sind die Sanierung und der Aufschub be-

¹¹⁸ Würde der Gläubiger auf seine Forderung von CHF 100.00 bei sofortigem Konkurs noch CHF 20.00 (Referenzdividende) erhalten und bestünde bei einem Aufschub das Risiko, dass er nur noch CHF 18.00 erhielte, was eine Reduktion der Quote um 10% zur Referenzdividende bedeutet, so wäre das Risiko nach der hier vertretenen Meinung noch nicht als erhöht zu betrachten; vgl. Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 5baa, wonach zu prüfen sei, „ob das Risiko, das mit dem Versuch einer Sanierung naturgemäss verbunden ist, durch den ökonomischen Wert der Chance einer erfolgreichen Sanierung aufgewogen ist“.

¹¹⁹ Siehe auch BERNASCONI/FÄSSLER, 619; vgl. BGE 136 III 322 E. 3.2.1.

¹²⁰ Durch die Umstellung von der Bewertung zu Fortführungswerten auf eine Bewertung zu Liquidationswerten kommt es regelmässig zu einem Wertzerfall, siehe hierzu auch MAUCHLE/VON DER CRONE, 236; so implodiert der Wert von Forderungen regelmässig mit Konkurseröffnung, da Schuldner durch Einreden, Mängelrügen oder Gegenforderungen das Eintreiben von ausstehenden Forderungen erschweren und teuer machen.

¹²¹ GLANZMANN, SZW, 473; JAGMETTI, 206 ff.; siehe auch JACQUEMOUD/PASQUIER, 300; siehe Urteil des Bundesgerichts 4C.29/2000 vom 25. September 2000, E. 4b/aa e contrario; BGE 136 III 247 E. 2.

¹²² ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 7.

reits mit einem erhöhten Risiko für diese neuen Gläubiger verbunden, wenn die Möglichkeit besteht, dass diese nicht mehr vollständig befriedigt werden.¹²³ Den Vorgaben der bundesgerichtlichen Rechtsprechung kann sodann mit Blick auf die neuen Gläubiger wohl nur genüge getan werden, wenn die neuen Gläubiger im Voraus oder Zug-um-Zug voll vergütet werden.¹²⁴ Werden die neuen Gläubiger nicht im Voraus vergütet, riskieren die neuen Gläubiger, dass sie mit der Durchsetzung ihrer Ansprüche im Konkurs allenfalls an der mangelnden Aktivlegitimation scheitern.¹²⁵

Der Geschäftsentscheid selbst, die Benachrichtigung des Gerichts zugunsten eines Sanierungsversuchs aufzuschieben, ist allerdings nur so lange vertretbar, als der Verwaltungsrat in der ehrlichen und gerechtfertigten Überzeugung davon ausgehen darf, dass ihm die Ressourcen, die das Unternehmen ausmachen (d.h. Kapital, Arbeitskraft, Umlaufvermögen, Anlagevermögen etc.), noch in einem Umfang zur Verfügung stehen (werden), der eine Wiederherstellung ihres effizienten Einsatzes sowie die Wiederherstellung der existenzerhaltenden Gewinne bzw. Ertragskraft ermöglicht.¹²⁶ Ist dies nicht mehr der Fall, so verliert die Gesellschaft ihren Fortführungswert, und der Verwaltungsrat hat nun im Interesse der Gläubiger das Konkursverfahren einzuleiten und die Ge-

¹²³ Vgl. auch GLANZMANN/WOLF, 23 f.

¹²⁴ WIRZ, Rz 63; JAGMETTI, 91 ff., 99 ff. sowie 111 ff. m.w.H.

¹²⁵ Zur Aktivlegitimation der Gläubiger im Konkurs vgl. Urteil des Bundesgerichts 4A_623/2017 vom 24. August 2018, GLANZMANN/WOLF, 29 ff. sowie OEHR, Rz 581, wonach die Gläubiger auch in einem Konkurs aktivlegitimiert sind, ihren Schaden gestützt auf Art. 754 ff. OR einzuklagen, der „unmittelbar und einzig“ in ihrem Vermögen eingetreten ist. Wurde jedoch durch die fragliche Handlung gleichzeitig auch die Gesellschaft geschädigt, so kann der Gläubiger seinen direkten bzw. unmittelbaren Schaden gegenüber den Organen gestützt auf Art. 754 ff. OR nur geltend machen, wenn der Anspruch aus der Verletzung einer Gesetzesnorm resultiert, die ausschliesslich den Gläubiger schützt. Wie in Fn. 62 festgehalten, handelt es sich nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung bei Art. 725 Abs. 2 OR jedoch gerade nicht um eine ausschliesslich die Gläubiger schützende Bestimmung.

¹²⁶ Hierbei hat der Verwaltungsrat zu beachten, dass ihm ausserhalb des Nachlassverfahrens – dem staatlich begleiteten Sanierungsverfahren – weitaus weniger Instrumente zur Neuausrichtung der Gesellschaft zur Verfügung stehen. So erlaubt bspw. Art. 310 SchKG einen Schuldenschnitt auch gegen den Willen einzelner Gläubiger; ausführlich hierzu OEHR, Rz 34 ff.; siehe WIRZ, Rz 22, wonach eine Schlechterstellung der Gläubiger ausgeschlossen werden kann und eine Sanierung gerechtfertigt ist, wenn der ökonomische Wert überwiegt bzw. wenn die Sanierungsaussichten in einem angemessenen Verhältnis zum Risiko stehen; vgl. auch BGE 135 III 276 E. 8.2; vgl. auch JAGMETTI, 220 f.

sellschaft zu liquidieren. Die Gesellschaft hat nun, mangels eines den Liquidationswert übersteigenden Fortführungswerts, ihre Existenzberechtigung verloren.¹²⁷

2. Handlungsempfehlungen an den Verwaltungsrat (eines Start-ups)

a) *Einleitung*

Aus den obigen Ausführungen ergibt sich, dass der Verwaltungsrat in einer Situation der Überschuldung verschiedene und tiefgreifende Entscheidungen mit Blick auf die wirtschaftliche Weichenstellung der Gesellschaft zu treffen hat (namentlich mit Blick auf die Sanierung oder Liquidation der Gesellschaft). Bei diesen Entscheiden handelt es sich in der Regel um Geschäftsentscheide, die in den Anwendungsbereich der Business Judgment Rule fallen, welche dem Verwaltungsrat Freiräume bzw. sog. „safe haven“ gewährt. Mit anderen Worten soll die Business Judgment Rule den Verwaltungsrat vor einer übermässigen Haftung abschirmen, wovon ebenfalls der Verwaltungsrat einer überschuldeten Gesellschaft in Zusammenhang mit Art. 725 OR „profitieren“ kann.¹²⁸

Der Business Judgment Rule liegt dabei die Überlegung zugrunde, dass „formal korrektes Vorgehen eine disziplinierende Wirkung habe, was sich positiv auf die materielle Qualität des Entscheids auswirke“.¹²⁹ Dies wiederum ist durch den Verwaltungsrat bei der Führung der Gesellschaft und der Entscheidungsfällung zu beachten; namentlich wenn sich die Gesellschaft in der Krise befindet und sich die Wahrscheinlichkeit von Verantwortlichkeitsansprüchen gegen den Verwaltungsrat erhöht. Mit Blick auf einen möglichen Konkurs bzw. Scheitern der Sanierung sollte der Verwaltungsrat ein besonderes Augenmerk auf (1) die Dokumentation seiner Entscheide und Entscheidungsfindung, (2) die Liquiditätsplanung, (3) den Austausch mit den Aktionären, (4) die Gläubigerbefriedigung sowie (5) die Gestaltung der Rangrücktritte legen.

b) *Dokumentationspflicht*

Dem Verwaltungsrat einer finanziell angeschlagenen Gesellschaft ist zunächst zu empfehlen, in kürzeren Intervallen (von bspw. zwei Wochen) Verwaltungs-

¹²⁷ Siehe auch MAUCHLE/VON DER CRONE, 236; vgl. auch JAGMETTI, 221, welche einer Gesellschaft die Sanierungswürdigkeit aberkennt, wenn der geschätzte Fortführungswert kleiner ist als die Summe des Liquidationswerts und der Sanierungskosten.

¹²⁸ Vgl. BÖCKLI, § 13 Rz 595; vgl. JAGMETTI, 206 mit Blick auf Geschäftsentscheide und die paualianische Anfechtung.

¹²⁹ HOFFMANN-NOWOTNY, 455.

ratssitzungen abzuhalten. Diese können physisch oder – sofern gemäss dem Organisationsreglement vorgesehen – virtuell über eine Video- bzw. Telefonkonferenz stattfinden. Anlässlich dieser Verwaltungsratssitzungen sollte der Stand der Investorensuche diskutiert und protokolliert werden. Ferner sollte der Verwaltungsrat in diesen Sitzungen regelmässig die Chancen und Risiken einer erfolgreichen Sanierung evaluieren, wobei im Rahmen der Evaluation der Risiken und damit der Gläubigerinteressen (siehe hierzu oben, III.1.c)ff)) ebenfalls der Liquidationswert der Aktiven geschätzt und überwacht werden sollte. Die Sitzungen sind dabei zu protokollieren. Die Lehre plädiert dafür, dass an den protokollarischen Nachweis der eingehenden Abwägung von Chancen und Risiken eines Geschäftsentscheids keine allzu hohen Anforderungen gestellt werden dürfen, weil einschlägige Diskussionen und Analysen nicht Eingang ins Protokoll finden würden. Für einen allfälligen folgenden Verantwortlichkeitsprozess empfiehlt es sich aber, entsprechende Beurteilungen von Chancen und Risiken von Geschäftsentscheiden schriftlich festzuhalten. Dies kann im Protokoll, als Anhang zum Protokoll oder mittels Verweisen auf andere Geschäftsunterlagen geschehen.¹³⁰

Das Abhalten von formellen Verwaltungsratssitzungen sowie deren Protokollierung erleichtert es dem Verwaltungsrat, in einem allfälligen späteren Verantwortlichkeitsprozess darzulegen, dass seine Geschäftsentscheide formell korrekt vorbereitet, gefällt und umgesetzt wurden.¹³¹ Die Business Judgment Rule, welche – wie hiavor dargelegt – auch auf die Geschäftsentscheide mit Blick auf die Sanierung der angeschlagenen Gesellschaft und Benachrichtigung des Gerichts nach Art. 725 OR Anwendung findet, sieht denn vor, dass das Gericht das Geschäftsermessen des Verwaltungsrats respektiert; Dies sofern und soweit das Gericht zu der Überzeugung gelangt, dass der Geschäftsentscheid formell korrekt vorbereitet, gefällt und umgesetzt wurde und der fragliche Geschäftsentscheid mindestens vertretbar erscheint. Der Vertretbarkeits-test (siehe hierzu ausführlich oben, III.1.c)ff)) ist dabei als inhaltliches korrektiv zu den sonst primär formalen Vorgaben der Business Judgment Rule zu verstehen. Hierdurch kann sichergestellt werden, dass sich der Verwaltungsrat nicht mit der Sammlung von Unterlagen und Informationen begnügt, sondern sich auch mit den Informationen effektiv und in geeigneter Weise auseinandersetzt.¹³²

¹³⁰ FACINCANI/SUTTER, 357.

¹³¹ Gleiches gilt auch mit Blick auf spätere Anfechtungsrisiken. Es empfiehlt sich auch hier, die Zahlungen an Gläubiger sowie die Gründe, weshalb die Zahlungen die Situation der Gläubiger nicht verschlechtern, zu dokumentieren, siehe UMBACH-SPAHN, 23.

¹³² NIKITINE, 153 f.; BÖCKLI, § 13 Rz 593.

Da *Start-ups* zumeist über keine Einnahmen bzw. kein marktfähiges Produkt verfügen, ist der Verwaltungsrat regelmässig auf die bilanziellen sowie insbesondere finanziellen Sanierungsmassnahmen beschränkt. Konkret muss damit die Sanierung durch eine Finanzierungsrunde durch Eigenkapital oder Wandeldarlehen erfolgen.¹³³ Aufgrund des besonderen und manifesten Charakters von *Start-ups*, der auf den *Aufbau* eines Produkts und/oder eines Betriebs mithilfe von Investorengeldern und auf den Exit für die Investoren gerichtet ist, müssen finanzielle und bilanzielle Sanierungsmassnahmen – mit auch nur temporärem Effekt bis zur nächsten „Sanierung“ bzw. Finanzierungsrunde – für eine Sanierung im Sinne von Art. 725 Abs. 2 OR als genügend betrachtet werden; zumal dies gerade dem Charakter von *Start-ups* entspricht.¹³⁴ Ansonsten würde man *Start-ups* die Existenzberechtigung versagen.

Sollte die erfolgreiche bilanzielle und finanzielle Sanierung unwahrscheinlich werden, ist sodann unverzüglich das Gericht zu benachrichtigen und das Nachlassverfahren oder das Konkursverfahren einzuleiten. Nach der hier vertretenen Ansicht ist der Entscheid des Verwaltungsrats an der Sanierung der Gesellschaft festzuhalten und somit von einer Benachrichtigung des Gerichts abzusehen durchaus vertretbar, sofern sich die Gesellschaft in seriösen Verhandlungen mit Investoren betreffend eine Finanzierungsrunde befindet, mit einem Investor (bzw. mit Investoren) bereits ein „non-binding Term Sheet“ unterzeichnet hat oder der Gesellschaft eine nichtbindende Zusage eines Investors (bzw. von Investoren) in Form eines E-Mails vorliegt. Nur wenn aufgrund vergangener Erfahrungen mit dem fraglichen Investor bzw. der Reputation des Investors oder aufgrund mehrfacher Verhandlungsunterbrüche der Verwaltungsrat damit rechnen muss, dass der Investor wenig vertrauenswürdig ist bzw. die Investition wenig gesichert ist, sind Zweifel an den „Sanierungsaussichten“ angebracht und bei fehlenden Alternativen das Gericht zu benachrichtigen.

In Bezug auf das Risiko der Gläubiger bzw. die Gläubigerinteressen gilt es mit Blick auf *Start-ups* festzuhalten, dass diese neben den Mitarbeitenden und

¹³³ Zur Problematik der Werthaltigkeit von Darlehen bei der Verrechnungsliberierung bzw. der Wandlung von Fremdkapital in Eigenkapital in einer Überschuldungssituation siehe ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 124 sowie VON DER CRONE/CATHOMAS, 605; neu sieht Art. 634a revOR explizit vor, dass die Verrechnungsliberierung auch in einer Überschuldungssituation zulässig ist.

¹³⁴ Vgl. BRUNNER, 819, wonach eine Sanierung auf eine dauerhafte Gesundung der Gesellschaft gerichtet sein muss, womit bloss bilanztechnische Sanierungsmassnahmen nicht genügen und zwingend unternehmerische und betriebswirtschaftliche Massnahmen erforderlich sind; diese Forderung ist bei reifen Gesellschaften mit einem laufenden Betrieb durchaus korrekt.

den Darlehensgebern (Aktionäre/Investoren) regelmässig über geringe Drittverbindlichkeiten verfügen, womit die Haftungsrisiken des Verwaltungsrats bei wenigen Mitarbeitenden mit kurzen Kündigungsfristen in der Regel überschaubar sind.¹³⁵ Es gilt in diesem Zusammenhang jedoch auch darauf hinzuweisen, dass der Verwaltungsrat – und somit auch Verwaltungsrat eines Start-ups – mitunter für Steuerschulden und versäumte Sozialversicherungsabgaben der Gesellschaft haftbar werden kann (siehe Art. 52 AHVG; Art. 55 Abs. 1 DBG; Art. 15 VStG; Art. 15 MWSTG).

c) *Liquiditätsplanung*

Der Verwaltungsrat sollte ferner eine enge Liquiditätsplanung führen. Dies ist insbesondere von zentraler Bedeutung, um dem Revisor (siehe Art. 725 Abs. 2 OR) darlegen zu können, dass eine Bilanzierung zu Fortführungswerten noch möglich ist bzw. die positive Fortführungsprognose nicht infrage gestellt werden kann. Bestätigt der Revisor die Zwischenbilanz nicht zu Fortführungswerten bzw. stellt der Revisor die Fortführungsfähigkeit namentlich aufgrund fehlender Liquidität infrage, ist die Konkursanmeldung durch den Verwaltungsrat unausweichlich; und in diesem Fall hat selbst die Revisionsstelle unter gegebenen Voraussetzungen eine Anzeigepflicht (Art. 725 Abs. 3 OR i.V.m. Art. 729c OR). Wie eingangs dargelegt, muss die Liquidität allerdings nicht für die kommenden Monate gesichert sein; der Verwaltungsrat muss jedoch eine vertretbare Strategie bezüglich der Liquidität vorlegen können.

d) *Austausch mit den Aktionären*

Weiter empfiehlt es sich, dass der Verwaltungsrat einen engen Austausch mit seinen Aktionären pflegt. Da bei Start-ups das primäre Sanierungsinstrument in einer finanziellen Sanierung, d.h. in einer Finanzierungsrunde besteht, ist es einem Verwaltungsrat – anders als bei reifen Gesellschaften, bei welchen gewisse Sanierungsmassnahmen auch in der Kompetenz des Verwaltungsrats liegen – oft nicht möglich, ohne Unterstützung/Mitwirkung des Aktionariats die Sanierung durchzuführen. Ein regelmässiger Austausch erleichtert und beschleunigt damit die Umsetzung der Sanierungsmassnahme, d.h. der Finanzierungsrunde, sobald ein Investor gefunden werden konnte.

e) *Überwachung der Zahlungen an die Gläubiger*

Der Verwaltungsrat sollte ferner in einer Überschuldungssituation die Zahlungen an die Gläubiger eng überwachen und nur noch in Übereinstimmung mit

¹³⁵ Zur Aktivlegitimation der Gläubiger und Aktionäre siehe die Übersicht in OEHRl, Rz 568 ff.

den Vorgaben der Art. 286 ff. SchKG tätigen, um sich nachträglich insbesondere nicht dem Vorwurf der Gläubigerbevorzugung bzw. Gläubigerbenachteiligung im Sinne von Art. 287 f. SchKG auszusetzen (siehe zu den strafrechtlichen Folgen unten, IV).¹³⁶

In einer Situation der Überschuldung dürfen grundsätzlich nur noch Forderungen der ersten Konkursklasse (siehe Art. 219 Abs. 4 SchKG), d.h. namentlich Forderungen von Arbeitnehmern aus dem Arbeitsverhältnis, sowie Forderungen der zweiten Konkursklasse (siehe Art. 219 Abs. 4 SchKG, d.h. namentlich Sozialversicherungsbeiträge) getilgt werden (sofern vorab die Gläubiger der ersten Klasse mit ihren privilegierten Forderungen befriedigt wurden und es dabei innerhalb der entsprechenden Klasse nicht zu einer Bevorzugung kommt).¹³⁷ Ferner sollten auch Zahlungen an den Revisor für die Prüfung der Zwischenbilanz nach Art. 725 Abs. 2 OR sowie Gerichtsvorschüsse bei Einreichen eines Konkurs- oder Nachlassgesuchs unproblematisch sein.¹³⁸ Mit diesen limitierten Zahlungen kann ein sanierungsfähiger Betrieb jedoch nicht aufrechterhalten werden.¹³⁹

¹³⁶ Zum Verhältnis der Art. 286 ff. SchKG zu Art. 754 ff. OR siehe Urteil des Bundesgerichts 5C.29/2000 vom 19. September 2000 E. 4baa sowie E. 4c, in welchem das Bundesgericht unter anderem festhielt: „Während bei einer aufrechtstehenden Gesellschaft fällige Schulden ohne weiteres bezahlt werden dürfen, verhält es sich dann anders, wenn sich eine Gesellschaft in einer wirtschaftlichen und finanziellen Situation befindet, in welcher zu Liquidationswerten bilanziert werden muss und daraus eine Überschuldung der Gesellschaft resultiert; diesfalls haben die Gläubiger nach Massgabe der gesetzlichen Rangordnung gemäss Art. 219 SchKG Anspruch auf Gleichbehandlung. Jede bevorzugte Befriedigung eines Gläubigers stellt eine Pflichtverletzung dar“. Nach unserem Verständnis des Urteils stellen somit Handlungen des Verwaltungsrats, die namentlich der Absichtsanfechtung nach Art. 288 SchKG unterliegen, nicht auch per se eine nach Art. 754 ff. OR sanktionierte Sorgfaltspflichtverletzung dar, sofern im Zeitpunkt der fraglichen Handlung eine Sanierung der Gesellschaft nicht aussichtslos erschien und somit die Gesellschaft nicht bereits auf ihren Liquidationswert reduziert war (siehe hierzu auch oben, III.1.c)ff)); ähnlich FORSTMOSER, FS Tschäni, 443 f.; siehe auch VOGT, 1087 ff.; kritisch bezüglich der bundesgerichtlichen Rechtsprechung BaK-GERICKE/WALLER, vor Art. 754-761 OR, N 7a, wonach die Art. 286 ff. SchKG keine aktienrechtlichen Pflichten zu begründen vermögen.

¹³⁷ JAGMETTI, 127.

¹³⁸ Gemäss der Praxis in verschiedenen Kantonen muss für eine Konkurseröffnung nach Art. 192 SchKG i.V.m. Art. 725 Abs. 2 OR eine aktuelle, *geprüfte* Zwischenbilanz eingereicht werden, siehe hierzu auch BGE 120 II 425 E. 2b sowie SK-Talbot, Art. 192 SchKG, N 17. Alternativ ist ein Konkursbegehren nach Art. 191 SchKG möglich, das in formeller Hinsicht weniger „anspruchsvoll“ ist.

¹³⁹ REBSAMEN, N 755; siehe Art. 190 SchKG bei Einstellung sämtlicher Zahlungen.

Aus diesem Grund sollten bei einer Aussicht auf Sanierung bzw. einer positiven Fortführungsprognose auch weitere Zahlungen unter Art. 288 SchKG zulässig sein. So sind bei einer positiven Fortführungsprognose (siehe hierzu oben, II.1) für das Aufrechterhalten der normalen operativen Tätigkeit Zahlungen an Lieferanten sowie Dienstleister für neue Leistungen zulässig und stellen keine Gläubigerschädigung im Sinne von Art. 288 SchKG dar.¹⁴⁰ Hierbei gilt es aber darauf zu achten, dass die Zahlungen für die Leistungen vorab oder Zug-um-Zug erfolgen (siehe auch die Ausführungen oben, III.1.c)ff)).¹⁴¹ Erfolgt die Leistung durch den Dritten jedoch vorab und die Zahlung durch die Gesellschaft in der Folge, so hat dies grundsätzlich eine Gläubigerschädigung zur Folge und ist damit auch einer Anfechtung nach Art. 288 SchKG zugänglich.¹⁴²

Eine Zahlung solcher „alten“ Forderungen kann allerdings ausnahmsweise und unter sehr restriktiven Voraussetzungen ebenfalls zulässig sein bzw. keine Gläubigerschädigung im Sinne von Art. 288 SchKG darstellen, sofern solche Zahlungen der Schadenminderung dienen. Dies kann namentlich der Fall sein, wenn (a) die Gesellschaft für den Aktivenerhalt bzw. für die Aufrechterhaltung eines profitablen oder eines für den Sanierungserfolg zentralen Betriebsteils Leistungen eines Dritten benötigt, (b) dieser die Erbringung dieser Leistung von der Bezahlung von ausstehenden Forderungen abhängig macht, (c) und es der Gesellschaft unmöglich ist, die Leistungen anderweitig erhältlich zu machen bzw. dies mit einer erheblichen Konventionalstrafe verbunden wäre (bspw. wegen Verletzung einer Exklusivitätsklausel).¹⁴³ Sind diese Voraussetzungen nicht erfüllt, sollte nach der hier vertretenen Meinung eine Zahlung von alten Forderungen, sofern die Sanierung der noch überschuldeten Gesellschaft *nicht gesichert* ist, nicht zulässig sein. Sollten dadurch die Betreibungen gegen die Gesellschaft zunehmen, steht es der Gesellschaft weiterhin offen, die Sanierung im Nachlassverfahren zu beenden und sich damit vor der Ein-

¹⁴⁰ Vgl. BGE 136 III 247 E. 2; Urteil des Bundesgerichts 5A_750/2008 vom 24. Februar 2010 E. 2; Urteil des Bundesgerichts 5A_386/2008 vom 6. April 2009 E. 4.3.

¹⁴¹ JAGMETTI, 91 ff., 99 ff. sowie 111 ff. m.w.H., wonach die fehlende Gläubigerschädigung darin zu sehen ist, „dass der künftige Gemeinschuldner mit der Vorleistung die Forderung gegenüber der Vertragspartei im Rahmen eines Forderungskontos buchhalterisch aktivieren kann [...]. Soweit die Gegenpartei solvent, mithin die Forderung ihr gegenüber werthaltig ist, werden mit der Zahlung des Vorschusses lediglich zwei Aktivenposten in der Bilanz ausgetauscht. Das Vollstreckungssubstrat wird bei diesem bilanzneutralen Vorgang nicht vermindert, womit eine Gläubigerschädigung ausgeschlossen ist.“

¹⁴² JAGMETTI, 100 ff. m.w.H.

¹⁴³ JAGMETTI, 141 f., 157 f. und 206 ff.; siehe zu den Risiken einer solchen Praxis OEHRI, Rz 79 ff. zur sog. „critical vendor order“ im US-amerikanischen Chapter 11-Verfahren.

leitung eines Konkurses zu schützen.¹⁴⁴ Schliesslich sind nach überzeugender Ansicht Zinszahlungen zulässig, hingegen nicht die Rückerstattung eines Darlehens, bis die Situation der Überschuldung beseitigt wurde.¹⁴⁵

Die obigen Ausführungen stehen dabei unter der Prämisse, dass den Zahlungen der angeschlagenen Gesellschaft eine gleichwertige Leistung gegenübersteht (sie somit kein Schenkungselement enthalten)¹⁴⁶ und der Dritte aufgrund der materiellen Rechtslage im Zeitpunkt der Zahlung durch die Gesellschaft einen Anspruch auf die Leistung/Zahlung der Gesellschaft hat, somit eine kongruente Deckung vorliegt.¹⁴⁷ Ebenfalls gilt es klar festzuhalten, dass Zahlungen durch die überschuldete Gesellschaft für offensichtlich nutzlose Leistungen unzulässig sind und eine Gläubigerbenachteiligung i.S.v. Art. 288 SchKG darstellen.¹⁴⁸

f) Gestaltung der Rangrücktritte

Schliesslich sollte der Verwaltungsrat ein besonderes Augenmerk auf die Ausgestaltung der Rangrücktritte legen. Dies gilt insbesondere für den Verwaltungsrat von Jungunternehmen, die erfahrungsgemäss regelmässig über rangrücktrittsbelastete Darlehen verfügen.

Der Verwaltungsrat sollte – wie bereits erwähnt – zunächst darauf hinwirken, dass jeder rangrücktrittsbelastete Gläubiger auf die entsprechende Forderung in dem Umfang verzichtet, in dem das Verwertungsergebnis in einem nachfolgenden Konkurs zur vollen Befriedigung der übrigen Gläubiger und zur Deckung allfälliger Liquidations-, Stundungs- oder Konkurskosten benötigt wird. Zu diesem Zweck ist eine entsprechende Verzichtserklärung in die Rangrücktrittserklärung aufzunehmen. Aufgrund der Tatsache, dass infolge eines Rangrücktritts – ohne entsprechenden Forderungsverzicht – die Schulden der Gesellschaft grundsätzlich nicht entfallen, schliesst das Bundesgericht, dass in

¹⁴⁴ Vgl. BAK-STAEHELIN, Art. 288 SchKG, N 10; a.M. JAGMETTI, 210 ff., wonach eine günstige Sanierungsprognose ausreicht, damit „alte“ Forderungen beglichen werden dürfen.

¹⁴⁵ JAGMETTI, 160.

¹⁴⁶ Siehe BGE 45 III 151 E. 4; JAGMETTI, 202 f. m.w.H.

¹⁴⁷ JAGMETTI, 198 f.

¹⁴⁸ JAGMETTI, 204 f.

einem Verantwortlichkeitsprozess auch die rangrücktrittsbelasteten Forderungen für die Ermittlung des ersatzfähigen Schadens zu berücksichtigen sind (siehe ausführlich hierzu oben, II.2.b)cc)bbb)).¹⁴⁹

Des Weiteren sollen durch die Rangrücktrittserklärung klare Verhältnisse geschaffen werden. Dies bedeutet unter anderem auch, dass der Rangrücktritt anfechtungsresistent sein muss (Art. 288 SchKG). Ein Rangrücktritt ist allerdings nur anfechtungsresistent, wenn es dem Rangrücktrittsgeber finanziell möglich ist, den Verlust seiner rangrücktrittsbelasteten Forderung zu verkraften, ohne die eigene Überschuldung zu riskieren.¹⁵⁰ Der vorsichtige Verwaltungsrat hat sich somit von der finanziellen Lage seines Gläubigers, der sich zu einem Rangrücktritt bereit erklärt, zu versichern und den Rangrücktritt zu genehmigen, zumal er gemäss Art. 725 OR die Verantwortung für die Benachrichtigung des Richters trägt.¹⁵¹

Abschliessend gilt es festzuhalten, dass die Gültigkeit des Rangrücktritts und die Vertrauenswürdigkeit des Rangrücktrittsgebers von der Revisionsstelle ebenfalls im Rahmen von Art. 725 Abs. 2 OR beurteilt wird.¹⁵²

IV. Exkurs: Konkursdelikte

1. Einleitung

Neben der zivilrechtlichen Verantwortlichkeit (siehe oben, III.1) setzt sich der Verwaltungsrat, der eine Gesellschaft nicht mehr vor dem Konkurs retten konnte, auch verschiedenen strafrechtlichen Risiken aus. Die Konkursdelikte sind namentlich im Strafgesetzbuch in den Art. 163 ff. StGB geregelt. Nachfolgend soll im Sinne eines Überblicks auf die in der Praxis relevantesten Konkursdelikte eingegangen werden; dies sind namentlich Art. 164 StGB (Gläubigerschädigung durch Vermögensminderung), Art. 165 StGB (Misswirtschaft), Art. 166 StGB (Unterlassung der Buchführung) sowie Art. 167 StGB (Bevorzugung eines Gläubigers).¹⁵³

¹⁴⁹ Urteil des Bundesgerichts 4A_277/2010 vom 2. September 2010 E. 2.3; Urteil des Bundesgerichts 4A_478/2008 vom 16. Dezember 2008 E. 4.2 f.; siehe auch GLANZMANN, GesKR, 400; BAK-GERICKE/WALLER, Art. 754 OR, N 22; siehe auch DUC, 206; kritisch CAMPONOVO/BAUMGARTNER, et passim.

¹⁵⁰ ZK-HANDSCHIN, Art. 725 OR, N 111.

¹⁵¹ BAK-WÜSTINER, Art. 725 OR, N 48.

¹⁵² BGE 129 III 129 E. 7.1; Urteil des Bundesgerichts 4C.436/2006 vom 18. April 2007 E. 4.1; BAK-WÜSTINER, Art. 725 OR, N 48.

¹⁵³ Ausführlich MEIER, 75 ff.

2. Gläubigerschädigung durch Vermögensverminderung

Art. 164 StGB stellt die tatsächliche Verminderung des Vermögens durch die Schuldnerin zum Schaden der Gläubiger unter Strafe.¹⁵⁴ Über Art. 164 StGB werden dabei verschiedene Handlungen strafrechtlich erfasst, die ebenfalls in den Anwendungsbereich von Art. 285 ff. SchKG fallen, d.h. Gegenstand einer paulianischen Anfechtung sein können.¹⁵⁵ Gemäss Art. 164 Abs. 1 StGB wird sodann konkret die Schuldnerin mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe bestraft, wenn sie zum Schaden der Gläubiger ihr Vermögen vermindert, indem sie:

- a) Vermögenswerte beschädigt, zerstört, entwertet oder unbrauchbar macht,
- b) Vermögenswerte unentgeltlich oder gegen eine Leistung mit offensichtlich geringerem Wert veräussert^{156,157} oder
- c) ohne sachlichen Grund anfallende Rechte ausschlägt oder auf Rechte unentgeltlich verzichtet

und über die Schuldnerin – im Sinne einer objektiven Strafbarkeitsbestimmung¹⁵⁸ – der Konkurs eröffnet worden ist. Hierbei handelt es sich bei der Auflistung in a) bis c) um eine abschliessende Auflistung der unter Strafe gestellten Tatbestände.¹⁵⁹ Der objektive Tatbestand von Art. 164 StGB setzt dabei eine konkrete Vermögensgefährdung voraus.¹⁶⁰ In subjektiver Hinsicht setzt Art. 164 StGB Vorsatz voraus, wobei Eventualvorsatz genügt.¹⁶¹ Ferner wird verlangt, dass die Schuldnerin mindestens in Kauf nimmt, dass ihr Verhalten eine Gläubigerschädigung nach sich ziehen könnte.¹⁶² Schliesslich gilt es mit

¹⁵⁴ DONATSCH, Strafrecht III, 366.

¹⁵⁵ BGE 131 IV 49 E. 1.3.3; siehe auch Praxiskommentar-TRECHSEL/OGG, Art. 164 StGB, N 1.

¹⁵⁶ Siehe DONATSCH, Strafrecht III, 367 mit Verweis auf BGE 131 IV 49 E. 1.3.3, wonach „obschon bei streng grammatikalischer Auslegung die missbräuchliche Entnahme von Aktiven aus fallierenden Unternehmen von Art. 164 nicht erfasst [sei], [sei] unter Berücksichtigung auch teleologischer Erwägungen davon auszugehen, dass diese Konstellation als Fall des ‚Veräusserns ohne Gegenwert‘ zu qualifizieren [sei].“

¹⁵⁷ Die Rückzahlung einer fälligen und einklagbaren Darlehensschuld fällt somit nicht in den Anwendungsbereich von Art. 164 StGB, zumal der Rückzahlung die frühere Leistung des Darlehensgebers gegenübersteht, siehe hierzu BGE 131 IV 49 E. 1.3.3.

¹⁵⁸ Siehe MEIER, 76; Die objektive Strafbarkeitsbedingung, d.h. die Eröffnung des Konkurses über die Schuldnerin, kann sodann vor oder nach der Tat eintreten, siehe hierzu MEIER, 78.

¹⁵⁹ DONATSCH, Strafrecht III, 366.

¹⁶⁰ DONATSCH, Strafrecht III, 368.

¹⁶¹ MEIER, 86.

¹⁶² DONATSCH, Strafrecht III, 368.

Bezug auf die objektive Strafbarkeitsbestimmung festzuhalten, dass sich die Schuldnerin im Zeitpunkt der Tathandlung bereits in einer „bedrängten Vermögenslage [befunden haben muss], die [sie] die konkrete Möglichkeit der Zwangsvollstreckung vorhersehen liess“, um eine Strafbarkeit nach Art. 164 StGB zu begründen.¹⁶³

Handelt es sich bei der Schuldnerin um eine juristische Person – beispielsweise eine Aktiengesellschaft – so können die Pflichten, deren Verletzung die Strafbarkeit begründet, über Art. 29 StGB dem Verwaltungsrat zugerechnet werden, und die Mitglieder des Verwaltungsrats können in der Konsequenz bei gegebenen Voraussetzungen wegen Gläubigerschädigung nach Art. 164 StGB zu bis zu fünf Jahren Freiheitsstrafe verurteilt werden.¹⁶⁴

3. Misswirtschaft

Art. 165 StGB stellt einen Auffangtatbestand zu Art. 164 StGB dar.¹⁶⁵ Über Art. 165 StGB sollen an sich „erlaubte Arten des Wirtschaftens“ erfasst werden, die jedoch zu einer Überschuldung, Zahlungsfähigkeit oder Verschlechterung der Vermögenslage der Schuldnerin führen.¹⁶⁶ Gemäss Art. 164 Abs. 1 StGB wird sodann konkret die Schuldnerin – sofern über sie der Konkurs eröffnet worden ist – mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder einer Geldstrafe bestraft, wenn sie – in anderer Weise als nach Art. 164 StGB (siehe oben) – durch Misswirtschaft, *namentlich*:

- a) durch ungenügende Kapitalausstattung,
- b) unverhältnismässigen Aufwand,
- c) gewagte Spekulationen,
- d) leichtsinniges Gewähren oder Benutzen von Kredit,
- e) Verschleuderung von Vermögenswerten oder
- f) arge Nachlässigkeit in der Berufsausübung oder Vermögensverwaltung

ihre

- a) Überschuldung herbeiführt oder verschlimmert,
- b) Zahlungsunfähigkeit herbeiführt oder
- c) Vermögenslage verschlimmert, dies im Bewusstsein ihrer Zahlungsunfähigkeit.

¹⁶³ BAK-HAGENSTEIN, Art. 164 StGB, N 35.

¹⁶⁴ BAK-HAGENSTEIN, Art. 164 StGB, N 6.

¹⁶⁵ DONATSCH, Strafrecht III, 369 f.; BAK-HAGENSTEIN, Art. 165 StGB, N 8.

¹⁶⁶ DONATSCH, Strafrecht III, 369 f.

Für die Strafbarkeit der Schuldnerin genügt grobe Fahrlässigkeit.¹⁶⁷ Handelt es sich bei der Schuldnerin um eine juristische Person, findet ebenfalls Art. 29 StGB Anwendung (siehe hierzu die Ausführungen zu Art. 164 StGB).

4. Unterlassung der Buchführung

Art. 166 StGB stellt die Unterlassung der Buchführung unter Strafe. Gemäss Art. 166 StGB wird sodann konkret die Schuldnerin – sofern über sie der Konkurs eröffnet worden ist – mit einer Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft, wenn sie die ihr gesetzlich obliegende Pflicht zur ordnungsmässigen Führung und Aufbewahrung von Geschäftsbüchern oder zur Aufstellung einer Bilanz verletzt, sodass ihr Vermögensstand nicht oder nicht vollständig ersichtlich ist. Das tatbestandsmässige Verhalten besteht in der Nichtbeachtung der Rechnungslegungsvorschriften in Art. 957 ff. OR.¹⁶⁸

Für die Strafbarkeit der Schuldnerin ist Vorsatz vorausgesetzt, wobei Eventualvorsatz genügt. Der Vorsatz muss sich auf die Verletzung der Buchführungspflicht und der daraus resultierenden mangelnden Übersicht über die finanzielle Situation sowie Verschleierung der Vermögenswerte beziehen.¹⁶⁹ Die Verschleierung der Vermögenslage muss aber nicht das eigentliche Handlungsziel sein.¹⁷⁰ Handelt es sich bei der Schuldnerin um eine juristische Person, findet ebenfalls Art. 29 StGB Anwendung (siehe hierzu die Ausführungen zu Art. 164 StGB).

5. Bevorzugung eines Gläubigers

Art. 167 StGB schützt als Rechtsgut den „Anspruch der Gläubiger auf Gleichbehandlung nach der gesetzlichen Regelung der Zwangsvollstreckung“.¹⁷¹ Gemäss Art. 167 StGB wird sodann konkret die Schuldnerin – sofern über sie der Konkurs eröffnet worden ist¹⁷² – mit einer Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren

¹⁶⁷ DONATSCH, Strafrecht III, 372 m.w.H.; siehe auch MEIER, 91; kritisch BAK-HAGENSTEIN, Art. 165 StGB, N 74 mit Verweis auf die Materialien.

¹⁶⁸ DONATSCH, Strafrecht III, 375.

¹⁶⁹ DONATSCH, Strafrecht III, 376; MEIER, 94.

¹⁷⁰ BAK-HAGENSTEIN, Art. 166 StGB, N 40.

¹⁷¹ BAK-HAGENSTEIN, Art. 167 StGB, N 1 m.w.H.

¹⁷² Hierbei handelt es sich um eine objektive Strafbarkeitsbedingung, die nicht vom Vorsatz erfasst sein muss. Die objektive Strafbarkeitsbedingung, d.h. die Eröffnung des Konkurses, kann ferner vor oder nach der Tat eintreten, siehe hierzu MEIER, 78.

oder einer Geldstrafe bestraft, wenn sie im Bewusstsein ihrer Zahlungsunfähigkeit¹⁷³ und in der Absicht, einzelne ihrer Gläubiger zum Nachteil anderer zu bevorzugen, darauf abzielende Handlungen vornimmt, insbesondere:

- a) nicht verfallene Schulden bezahlt,
- b) eine verfallene Schuld anders als durch übliche Zahlungsmittel tilgt oder
- c) eine Schuld aus eigenen Mitteln sicherstellt, ohne dass sie dazu verpflichtet war.

Hierbei ist die Auflistung in a) bis c) als nicht abschliessend und lediglich als Illustration zu verstehen.¹⁷⁴

Strafbar ist die Bevorzugung einzelner Gläubiger allerdings zunächst nur, wenn die Bevorzugung „eine krasse und ungerechtfertigte Ungleichheit zwischen den Gläubigern schafft“.¹⁷⁵ Des Weiteren ist zu erwähnen, dass – gleich dem Art. 164 StGB (siehe Fn. 157) – die Bezahlung einer fälligen Forderung grundsätzlich nicht tatbestandsmässig ist, solange hierbei übliche Zahlungsmittel verwendet werden.¹⁷⁶ Da sich Art. 167 StGB zudem stark an die Anfechtungspauliana gemäss Art. 288 SchKG anlehnt¹⁷⁷ und ein Austausch von gleichwertigen Leistungen grundsätzlich keine Gläubigerschädigung nach Art. 288 SchKG zur Folge hat, soll ein solcher Austausch von gleichwertigen Leistungen grundsätzlich auch keine nach Art. 167 StGB relevante Gläubigerbevorzugung darstellen.¹⁷⁸ Mit anderen Worten ist eine Gläubigerbevorzugung grundsätzlich ausgeschlossen, wenn die entsprechende Handlung keine Gläubigerschädigung bewirkt.¹⁷⁹ In Übereinstimmung mit den Ausführungen in Fn. 141 ist jedoch im Kontext von Art. 288 SchKG darauf zu achten, dass die Leistung der zahlungsunfähigen Schuldnerin Zug-um-Zug geschieht bzw. die zahlungsunfähige Schuldnerin in Vorleistung gegangen ist, um eine Gläubigerschädigung

¹⁷³ Zahlungsunfähigkeit schliesst die Überschuldung mit ein, ist jedoch nicht mit dieser gleichzusetzen, siehe Praxiskommentar-TRECHSEL/OGG, Art. 167 StGB, N 2.

¹⁷⁴ DONATSCH, Strafrecht III, 378.

¹⁷⁵ BGE 117 IV 23 E. 4b; DONATSCH, Strafrecht III, 378; BAK-HAGENSTEIN, Art. 167 StGB, N 17; JAGMETTI, 322.

¹⁷⁶ DONATSCH, Strafrecht III, 378; siehe auch JAGMETTI, S. 328 ff.; siehe auch BAK-HAGENSTEIN, Art. 167 StGB, N 24.

¹⁷⁷ JAGMETTI, 326 m.w.H.; siehe auch DONATSCH, Konsequenzen, 11.

¹⁷⁸ JAGMETTI, 327; Praxiskommentar-TRECHSEL/OGG, Art. 167 StGB, N 4.

¹⁷⁹ JAGMETTI, 327.

nach Art. 288 SchKG zu vermeiden.¹⁸⁰ Als Ausnahme von diesem Grundsatz kann eine kongruente Deckung allerdings dennoch eine gemäss Art. 167 StGB unter Strafe gestellte Gläubigerbevorzugung darstellen, wenn „die inkriminierte Handlung nach ihrem Unrechtsgehalt den in Art. 167 genannten Regelbeispielen gleichwertig ist, sie gerade auf die Bevorzugung einzelner Gläubiger zum Nachteil der anderen zielt und sich in ihr die eindeutige Bevorzugungsabsicht des Täters objektiv manifestiert“.¹⁸¹

Als Gefährdungsdelikt reicht es für die Strafbarkeit, dass die Verhaltensweise geeignet ist, einen Gläubiger zum Nachteil der anderen Gläubiger zu bevorzugen.¹⁸² Im Hinblick auf den subjektiven Tatbestand wird direkter Vorsatz vorausgesetzt, namentlich das Bewusstsein der Schuldnerin um ihre Zahlungsunfähigkeit.¹⁸³ Zudem muss die Schuldnerin in Absicht bzw. Eventualabsicht handeln, einen Gläubiger zum Nachteil der anderen Gläubiger zu bevorzugen.¹⁸⁴ Handelt es sich bei der Schuldnerin um eine juristische Person, findet schliesslich ebenfalls Art. 29 StGB Anwendung (siehe hierzu die Ausführungen zu Art. 164 StGB).¹⁸⁵

Literatur- und Materialienverzeichnis

BERNASCONI MARIO/FÄSSLER ANDRÉ, Aktuelle Bewertungsüberlegungen und Methoden: Bewertungsmethoden sind grundsätzlich grössenunabhängig, ST 2003, 617 ff.

BÖCKLI PETER, Neue OR-Rechnungslegung, Zürich 2014. (zit. BÖCKLI, Rechnungslegung).

BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, Zürich 2009.

Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589 ff.

Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017, 399 ff.

¹⁸⁰ JAGMETTI, 327; wohl a.M. BAK-HAGENSTEIN, Art. 167 StGB, N 24 m.w.H.; siehe DONATSCH, Konsequenzen, 13, welcher gestützt auf Art. 83 OR festhält, dass eine Vertragspartei, die einen Vorschuss verlangt, im Sinne des Konkursrechts nicht zum Gläubiger der finanziell angeschlagenen Gesellschaft werde und somit grundsätzlich durch Bezahlung des Kostenvorschusses – sofern sich dieser in einem angemessenen Rahmen hält – keine Gläubigerbevorzugung erfolgen könne.

¹⁸¹ BGE 117 IV 23 E. 4b; JAGMETTI, 328 f. m.w.H.

¹⁸² DONATSCH, Strafrecht III, 381.

¹⁸³ DONATSCH, Strafrecht III, 381; BAK-HAGENSTEIN, Art. 167 StGB, N 41.

¹⁸⁴ BGE 104 IV 77 E. 3c; DONATSCH, Strafrecht III, 381.

¹⁸⁵ BAK-HAGENSTEIN, Art. 167 StGB, N 3.

- BRUGGER DANIEL/VON DER CRONE HANS CASPAR, Gerichtliche Beurteilung von Geschäftsentscheiden, SZW 2013, 178 ff.
- BRUNNER ALEXANDER, Insolvenz und Überschuldung der Aktiengesellschaft, AJP 1992, 806 ff.
- CAMPONOVO RICO A./BAUMGARTNER ANDREAS C., Wird der Rangrücktritt unbrauchbar?, ST 2011, 1036 ff.
- CHRISTEN ALEX, „Quo vadis, BJR?“, AJP 2015, 123 ff.
- DONATSCH ANDREAS, Mögliche strafrechtliche Konsequenzen von (fehlgeschlagenen) Sanierungsmassnahmen, in: Ackermann/Wohlers (Hrsg.), Konkurs und Strafrecht: Strafrechtliche Risiken vor, in und nach der Generalexekution, Zürich 2011, 1 ff. (zit. DONATSCH, Konsequenzen).
- DONATSCH ANDREAS, Strafrecht III: Delikte gegen den Einzelnen, Zürich 2018 (zit. DONATSCH, Strafrecht III).
- DUBACH ALEXANDER, Der Konkursaufschub nach Art. 725a OR, SJZ 1998, 149 ff.
- DUC PABLO, Rangrücktritt und kapitaleretzendes Darlehen im Konkurs- und Nachlassverfahren, ZZZ 2011/2012, 204 ff.
- FACINCANI NICOLAS/SUTTER RETO, Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Business Judgment Rule, TREX 2019, 346 ff.
- FORSTMOSER PETER, Der Richter als Krisenmanager? – Überlegungen zu Art. 725 f. OR, in: Forstmoser/Honsell (Hrsg.), Festschrift für Hans Peter Walter, Bern 2005, 276 ff. (zit. FORSTMOSER, FS Walter).
- FORSTMOSER PETER, Paulianische Anfechtung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit, in: Oertle et al. (Hrsg.), Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010 (FORSTMOSER, FS Tschäni).
- FORSTMOSER PETER, Was bringt die Aktienrechtsreform im Verantwortlichkeitsrecht?, in: Isler/Sethe (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VIII, Zürich 2016, 185 ff. (zit. FORSTMOSER, Aktienreform).
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- GERICKE DIETER/WALLER STEFAN, Business Judgment oder Judge's Business – Die Überprüfung von Geschäftsentscheiden im Lichte der Praxis des Bundesgerichts, in: Kunz/Jörg/Arter (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IX, Bern 2014, 287 ff.
- GLANZMANN LUKAS, Die Verantwortlichkeitsklage unter Corporate-Governance-Aspekten, ZSR 2000, 135 ff. (zit. GLANZMANN, ZSR).
- GLANZMANN LUKAS, Drohende Zahlungsunfähigkeit, Kapitalverlust und Überschuldung, GesKR 2017, 387 ff. (zit. GLANZMANN, GesKR).
- GLANZMANN LUKAS, Haftungsrisiken der Leitungsorgane in der finanziellen Krise des Unternehmens, in: Kunz/Jörg/Arter (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IX, Bern 2014, 247 ff. (zit. GLANZMANN, Haftungsrisiken).
- GLANZMANN LUKAS, Konzept und Praxis der aktienrechtlichen Sanierung, SZW 2019, 465 ff. (zit. GLANZMANN, SZW).

- GLANZMANN LUKAS/WOLF MARKUS, Haftung faktischer Organe für Schäden aus Konkursverschleppung, in: Sprecher (Hrsg.), Sanierung und Insolvenz von Unternehmen IX, Zürich 2019, 21 ff.
- GRASS ANDREA R., Business Judgment Rule: Schranken der richterlichen Überprüfbarkeit von Management-Entscheidungen in aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsprozessen, Zürich 1998.
- HOFFMANN-NOWOTNY URS, Aktienrechtliche Verantwortlichkeit: Zur gerichtlichen Prüfungsbefugnis im Anwendungsbereich der Business Judgment Rule (Zurückhaltungsregel), SZW 2019, 454 ff.
- JACQUEMOUD PHILIPPE/PASQUIER AURÉLIEN, Responsabilité du conseil d'administration avant et après le surendettement, SJ 2013, 271 ff.
- JAGMETTI DENISE, Zahlungen an Dienstleister bei Insolvenzgefahr, Zürich 2019.
- KÄLIN OLIVER, Die Sanierung der Aktiengesellschaft: Ein Rechtshandbuch für Verwaltungsräte, Zürich 2016.
- KUNZ PETER V., Business Judgment Rule (BJR) – Fluch oder Segen, SZW 2014, 274 ff.
- LANG SIMON, Die Aussicht auf Sanierung, Zürich 2017.
- LEUCHTMANN MARK/ZGRAGGEN RICHARD, Sanierungskonzepte aus Prüfersicht, ST 2005, 672 ff.
- MAUCHLE YVES/VON DER CRONE HANS CASPAR, Wie lange darf der Verwaltungsrat mit der Überschuldungsanzeige zuwarten?, SZW 2014, 227 ff.
- MEIER URS, Strafrechtliche Risiken in Sanierungssituationen: Konkursverschleppung und Gläubigerbevorzugung, Zürich 2015.
- NIKITINE ALEXANDER, Die aktienrechtliche Organverantwortlichkeit nach Art. 754 Abs. 1 OR als Folge unternehmerischer Fehlentscheide: Konzeption und Ausgestaltung der „Business Judgment Rule“ im Gefüge der Corporate Governance, Zürich 2007.
- OEHRI DANIEL, Der Sachwalter im Nachlassverfahren: Ein Diener zweier Herren, Zürich 2018.
- REBSAMEN THOMAS, Die Gleichbehandlung der Gläubiger durch die Aktiengesellschaft, Zürich 2004.
- RUFFNER MARKUS, Sorgfalts- und Treuepflichten und die Versicherbarkeit von Haftungsrisiken in Publikumsgesellschaften – Eine ökonomische Analyse, ZSR 2000, 195 ff.
- SCHÖNENBERGER BEAT, Der Konkursaufschub nach Art. 725a OR, BLSchK 2002, 161 ff.
- SETHE ROLF, Geschäftsentscheide, Expertenrat und Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats, in: Sethe/Isler (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VII, Zürich 2014, 165 ff.
- STOFFEL WALTER, Leuchttürme oder Untiefen?, SZW 2017, 650 ff.
- UMBACH-SPAHN BRIGITTE, Pauliana und Sanierung, in: Sprecher (Hrsg.), Sanierung und Insolvenz von Unternehmen, Zürich 2011, 157 ff.
- VOGT HANS-UELI, Die neue bundesgerichtliche Rechtsprechung zur Absichtsanfechtung und ihre Bezüge zur aktienrechtlichen Sorgfaltspflicht der Organe, AJP 2010, 1075 ff.
- VOGT HANS-UELI/BÄNZIGER MICHAEL, Das Bundesgericht anerkennt die Business Judgment Rule als Grundsatz des schweizerischen Aktienrechts, GesKR 2012, 607 ff.

VON DER CRONE HANS CASPAR, Haftung und Haftungsbeschränkung in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, SZW 2006, 2 ff. (zit. VON DER CRONE, Haftungsbeschränkung).

VON DER CRONE HANS CASPAR, Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 1994, 1 ff. (zit. VON DER CRONE, Interessenkonflikte).

VON DER CRONE HANS CASPAR/CARBONARA ANTONIO/HUNZIKER SILVIA, Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Geschäftsführung, ZSR Beiheft 43, Basel 2006.

VON DER CRONE HANS CASPAR/CATHOMAS LINUS, Das Aktienkapital im Entwurf zur Aktienrechtsrevision, SZW 2017, 586 ff.

VON DER CRONE HANS CASPAR/MAUCHLE YVES, Rückerstattung von Leistungen nach Art. 678 OR, SZW 2015, 199 ff.

VUCUROVIC TETIANA BERSHEDA, Civil Liability of Company Directors and Creditor Protection in the vicinity of Insolvency, Zürich 2007.

WIRZ STEFAN, Die Überschuldungsanzeige als Pflicht und Pflichtverletzung, Basel 2015.

Incentive-Strukturen aus Steuersicht

Reto Heuberger*

Inhalt

I.	Einleitung	168
II.	Überblick über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen	169
1.	Mitarbeiteraktien von börsennotierten Unternehmen	171
2.	Mitarbeiteraktien von nicht börsennotierten Unternehmen (inklusive Start-ups)	171
3.	Freie börsennotierte Mitarbeiteroptionen	172
4.	Nicht börsennotierte (sowie gesperrte börsennotierte) Mitarbeiteroptionen	173
5.	Unechte Mitarbeiterbeteiligungen	173
III.	Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungen	173
1.	Bewertung für das Erwerbseinkommen	173
2.	Bewertung für die Vermögenssteuer	174
a)	Grundsatz	174
b)	Abweichungen	174
c)	Sonderregeln für Start-ups	175
3.	Beispiel 1	176
IV.	Mitarbeiteraktien	176
1.	Gestaltungsmöglichkeiten	176
2.	Steuerfolgen der Zuteilung	177
a)	Besteuerungszeitpunkt	177
b)	Bemessungsgrundlage	177
3.	Steuerfolgen des Haltens	178
a)	Einkommenssteuer	178
b)	Vermögenssteuer	178
4.	Steuerfolgen des Exits	179
5.	Vor- und Nachteile	179
V.	Restricted Stock Units	180
1.	Gestaltungsmöglichkeiten	180
2.	Steuerfolgen der Zuteilung	180
3.	Steuerfolgen des Haltens	181
a)	Einkommenssteuer	181
b)	Vermögenssteuer	181

* Der Autor dankt NEVIN ÖZTÜRK für die wertvolle Unterstützung.

4.	Steuerfolgen des Exits	181
5.	Vor- und Nachteile	182
6.	Beispiel 2	183
VI.	Nicht börsennotierte Mitarbeiteroptionen	184
1.	Gestaltungsmöglichkeiten	184
2.	Steuerfolgen der Zuteilung	185
3.	Steuerfolgen des Haltens	185
a)	Einkommenssteuer	185
b)	Vermögenssteuer	185
4.	Steuerfolgen des Exits	186
5.	Vor- und Nachteile	186
6.	Beispiel 3	187
VII.	Phantom Shares	187
1.	Konzept	187
2.	Gestaltungsmöglichkeiten	187
3.	Steuerfolgen der Zuteilung	188
4.	Steuerfolgen des Haltens	188
a)	Einkommenssteuer	188
b)	Vermögenssteuer	188
5.	Steuerfolgen des Exits	188
6.	Vor- und Nachteile	189
7.	Beispiel 4	189
VIII.	Sogenanntes „Sweet Equity“	190
1.	Überblick	190
2.	Beispiel 5	191
IX.	Zusammenfassung und Ausblick	191
	Literatur	192

I. Einleitung

In der Schweiz hat die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, insbesondere von Mitarbeiteroptionen, eine wechselvolle Entwicklung durchschritten. Dies hängt auch damit zusammen, dass hierzulande *Kapitalgewinne aus der Veräusserung von Privatvermögen steuerfrei* sind (Art. 16 DBG), während Erwerbseinkommen der Einkommenssteuer und den Sozialversicherungen unterliegen, was in Hochsteuernkantonen zu Grenz-Abgabebelastungen von über 50% führen kann (über 40% Einkommenssteuer und über 10% Sozialversicherungsabgaben). Das Ende der Entwicklung ist noch nicht absehbar. Am 30. Oktober 2020 hat die ESTV das überarbeitete Kreisschreiben zu den Mitarbeiterbeteiligungen publiziert. Dabei hat sie insbesondere die umstrittene Frage

geklärt, dass die im Kanton Zürich angewandte 5-Jahresregel auch von der EStV übernommen wird. Auf dieses Thema wird unten in Abschnitt IV. eingegangen.

Im schweizerischen Steuersystem steht aus Sicht des Steuerpflichtigen dem Vorteil des steuerfreien privaten Kapitalgewinns der Nachteil der *Vermögenssteuer* gegenüber. Die Vermögenssteuer trifft den Steuerpflichtigen insbesondere dann hart, wenn der betreffende Vermögenswert gar keinen Ertrag abwirft, aus dem die Steuerzahlung finanziert werden könnte. Diesem Umstand tragen gewisse Kantone Rechnung, indem sie in solchen Fällen den Vermögenssteuersatz reduzieren. Ferner stellt sich bei Vermögenswerten, die nicht frei auf dem Markt veräusserbar sind, die Frage der angemessenen Bewertung. Auf gesperrten (also nicht frei veräusserbaren) Mitarbeiterbeteiligungen werden deshalb seit Jahrzehnten Einschlüsse bei der Bewertung gewährt. Bei Start-ups stellt sich die Frage, ob die Preise, welche Investoren im Rahmen von Finanzierungsrunden für die Aktien bezahlen, als Drittpreis für die Vermögenssteuer herangezogen werden können. Dieses Thema wird unten in Abschnitt III. besprochen.

Im Folgenden sollen die verschiedenen Arten von Incentive Strukturen für Mitarbeiter dargestellt werden. Dabei wird insbesondere auch auf die Vor- und Nachteile der einzelnen Varianten aus wirtschaftlicher und Steuersicht eingegangen werden.

II. Überblick über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen

Das Bundesgesetz vom 17.12.2010 über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen hat die Grundsätze der Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen auf Stufe Bund (Art. 5 Abs. 1 lit. b DBG¹) und Kantone (Art. 4 Abs. 2 lit. b StHG²) festgelegt. Es sieht verschiedene Bescheinigungspflichten für Arbeitgeber vor, welche in der Verordnung vom 27.6.2012 über die Bescheinigungspflichten bei Mitarbeiterbeteiligungen³ weiter ausgeführt werden. Die Besteuerungsgrund-

¹ Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990 (DBG, SR 642.11).

² Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden vom 14. Dezember 1990 (StHG, SR 642.14).

³ Verordnung über die Bescheinigungspflichten bei Mitarbeiterbeteiligungen vom 27. Juni 2012 (MBV, SR 642.115.325.1).

sätze werden im Kreisschreiben Nr. 37 der ESTV vom 30. Oktober 2020⁴, konkretisiert. Das kantonale Steueramt Zürich hat das Merkblatt über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen vom 30. September 2013⁵ publiziert.

Das KS 37 unterscheidet zwischen den echten und den unechten Mitarbeiterbeteiligungen:

- Zu den *echten Mitarbeiterbeteiligungen* gehören die Mitarbeiteraktien und die Mitarbeiteroptionen. Diese beteiligen die Mitarbeitenden am Eigenkapital des Arbeitgebers.⁶
- Unter die *unechten Mitarbeiterbeteiligungen* fallen Anreizsysteme, die den Mitarbeitenden keine Beteiligung am Eigenkapital des Arbeitgebers in Aussicht stellen, sondern eine Leistung (in der Regel in bar), welche von der Wertentwicklung der Aktien des Arbeitgebers, dem Gewinn des Arbeitgebers oder den Gewinnausschüttungen für diese Aktien abhängen. Es liegt mithin ein reiner Bonus vor. Zu den unechten Mitarbeiterbeteiligungen gehören die Phantom Stocks und die Stock Appreciation Rights.⁷

Als *Mitarbeitende* gelten Arbeitnehmende, die im Dienste eines Arbeitgebers stehen, sowie Mitglieder der Verwaltung und Geschäftsführung.⁸ Mitarbeiterbeteiligungen sind Beteiligungsrechte, die auf dieses Verhältnis zurückzuführen sind. Wenn die Beteiligung dem Mitarbeitenden nicht vom Arbeitgeber, sondern von einer natürlichen Person (insbesondere Aktionär der Gesellschaft) abgegeben wird, werden die Bestimmungen über die Mitarbeiterbeteiligungen für die Bemessung des geldwerten Vorteils sinngemäss angewendet.⁹ Nicht anwendbar sind die Regeln zu den Mitarbeiterbeteiligungen auf die *Gründer*. Die Abgrenzung zwischen Gründern und Mitarbeitenden im Sinne der Mitarbeiterbeteiligungen kann im Einzelfall zu offenen Fragen führen, etwa wenn ein Unternehmer einen potenziellen CEO für ein neues Geschäft findet und diesen mit z.B. 2% an einer zu diesem Zweck neu gegründeten Gesellschaft beteiligt.¹⁰

⁴ ESTV-DVS, Kreisschreiben Nr. 37 Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen (KS 37) vom 30. Oktober 2020.

⁵ Merkblatt des kantonalen Steueramtes Zürich über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen (MB ZH 2013) vom 30. September 2013.

⁶ BÖHI/POLETTI, 386.

⁷ Vgl. BÖHI/POLETTI, 386.

⁸ KS 37, Ziff. 2.1.

⁹ KS 37, Ziff. 2.3.

¹⁰ KS 37, Ziff. 3.4.4. Siehe dazu OESTERHELT/DUBACH, 7 f.

1. Mitarbeiteraktien von börsennotierten Unternehmen

Die Abgabe von Mitarbeiteraktien zu einem unter dem Verkehrswert liegenden Preis stellt für die Mitarbeitenden steuerbares und sozialversicherungspflichtiges Einkommen aus unselbständiger Erwerbstätigkeit dar.¹¹ Die Mitarbeiteraktien werden *bei Zuteilung*, d.h. im Zeitpunkt des Rechtserwerbs, besteuert.¹² Steuerbar ist die Differenz zwischen dem Verkehrswert und dem Abgabepreis, welchen der Mitarbeitende zu zahlen hat. Bei börsennotierten Mitarbeiteraktien gilt als Verkehrswert der Börsenschlusskurs am Tage des Rechtserwerbs. Dabei wird aus administrativen Gründen auf den ersten Tag der Bezugsfrist abgestellt, wenn der Mitarbeiterbeteiligungsplan eine solche von nicht mehr als 60 Tagen vorsieht.¹³ Sofern der Mitarbeitende die Aktien während einer bestimmten Frist nicht veräußern darf (sog. gesperrte Mitarbeiteraktien), wird für die Bemessung des steuerbaren Einkommens der Verkehrswert um einen Diskont von sechs Prozent pro Sperrjahr für maximal 10 Jahre reduziert.¹⁴

Möglich ist auch eine Besteuerung *bei Rückgabe* an den Arbeitgeber oder bei einer *Veräußerung*, wenn nämlich der Mitarbeitende einen höheren Preis als den Verkehrswert erhält oder wenn dadurch die Sperrfrist wegfällt, für die ein Diskont bei der Bewertung im Zeitpunkt der Abgabe gewährt wurde (sog. vorzeitiger Wegfall der Sperrfrist).^{15,16} Ansonsten realisieren die Mitarbeitenden bei der Veräußerung der Mitarbeiteraktien einen *steuerfreien privaten Kapitalgewinn* oder steuerlich nicht absetzbaren Kapitalverlust.

2. Mitarbeiteraktien von nicht börsennotierten Unternehmen (inklusive Start-ups)

Mitarbeiteraktien von nicht börsennotierten Unternehmen werden ebenfalls *bei Zuteilung* besteuert. Steuerbar ist die Differenz zwischen dem Preis, den

¹¹ Art. 17 DBG; Risi, 391 f.

¹² KS 37, Ziff. 3.1.

¹³ KS 37, Ziff. 3.2.1.

¹⁴ Art. 17b Abs. 2 DBG; siehe unten, Ziff. IV.2.b); KS 37, Ziff. 3.3.

¹⁵ KS 37, Ziff. 3.4.1.

¹⁶ Bei einer Rückgabe unter dem anwendbaren Verkehrs- oder Formelwert kann ein Gewinnkostenabzug vom steuerbaren Einkommen gemacht werden; KS 37, Ziff. 3.4.2; siehe unten Beispiel 2.

unabhängige Dritte bezahlen, und dem Abgabepreis. Sofern ein Formelwert zur Anwendung gelangt, ist die allfällige Differenz zwischen Formelwert und (tieferem) Abgabepreis steuerbar.¹⁷

Bei der Veräusserung hängen die Steuerfolgen davon ab, ob die Aktien zum Drittpreis oder zu einem Formelwert abgegeben wurden;

- Falls bei der Zuteilung ein *Drittpreis* angewendet wurde, erzielt der Mitarbeitende bei der Veräusserung grundsätzlich einen *steuerfreien privaten Kapitalgewinn*. Steuerfolgen können sich lediglich bei einem allfälligen Wegfall der Veräusserungssperrfrist ergeben¹⁸ (oder ein allfällig über dem Drittpreis bezahlter Preis, insbesondere bei einer Rückgabe an den Arbeitgeber).
- Falls bei der Zuteilung ein *Formelwert* angewendet wurde, was gemäss angepasstem KS 37 der Regelfall ist¹⁹, erzielt der Mitarbeitende bei der Veräusserung oder Rückgabe an den Arbeitgeber lediglich im Umfang der Wertsteigerung bei Anwendung Formel einen steuerfreien privaten Kapitalgewinn (sog. *Formelkongruenz*). Die Differenz zwischen dem Erlös und dem Formelwert im Verkaufszeitpunkt stellt steuerbares Erwerbseinkommen dar. Nach Ablauf der Fünfjahresfrist ist der Kapitalgewinn steuerfrei.²⁰

3. Freie börsennotierte Mitarbeiteroptionen

In der Vergangenheit wurden Mitarbeiteroptionen bei Zuteilung besteuert, sofern die Optionen mittels einer Formel (häufig Black Scholes Formel) bewertet werden konnten. Diese Praxis wurde geändert. Mittlerweile werden Mitarbeiteroptionen nur dann bei Zuteilung besteuert, wenn die Mitarbeiteroptionen selbst börsennotiert (und frei veräusserbar) sind. In diesem, in der Praxis seltenen, Fall erfolgt die Besteuerung bei Zuteilung der Option auf der Differenz zwischen dem Verkehrswert der Option und dem Abgabepreis. Die Ausübung der Option zieht dann keine Einkommenssteuerfolgen nach sich. Die Veräusserung der Option, sowie die Veräusserung der Aktie nach Ausübung der Option, führen zu einem steuerfreien privaten Kapitalgewinn.²¹

¹⁷ Bewertung von Jungunternehmen (Start-ups), Arbeitsgruppe Start-ups, Vertreter der Eidgenössischen Steuerverwaltung sowie Vertreter der Kantone BS, SG, VD und ZH vom 22. Juni 2017, S. 10; KS 37, Ziff. 3.2.2.

¹⁸ Siehe oben, Ziff. II.1. und KS 37, Ziff. 3.4.4.

¹⁹ KS 37, Ziff. 3.2.2.

²⁰ KS 37, Ziff. 3.4.3. Zur Fünfjahresregel siehe unten, Ziff. IV.4.

²¹ Bewertung von Jungunternehmen (Start-ups, Fn. 17), S. 10.

4. Nicht börsennotierte (sowie gesperrte börsennotierte) Mitarbeiteroptionen

Die nicht börsennotierten Mitarbeiteroptionen werden bei der Zuteilung nicht besteuert. Dies gilt selbst für Optionen für börsennotierte Aktien. Erst bei der Ausübung der Optionen erfolgt die Besteuerung, und zwar auf der Differenz zwischen dem Verkehrswert der Aktie und dem Ausübungspreis. Ein allfälliger Kapitalgewinn aus einem anschließenden Verkauf der Aktie aus dem Privatvermögen ist steuerfrei.

Sofern die Option nicht ausgeübt, sondern veräußert wird, stellt der gesamte Veräußerungserlös steuerbares Erwerbseinkommen dar.²²

5. Unechte Mitarbeiterbeteiligungen

Bei den unechten Mitarbeiterbeteiligungen führt die Zuteilung in der Regel zu keinen Steuerfolgen. Erst die Geldleistungen unter der unechten Beteiligung stellen steuerbares Erwerbseinkommen dar.²³

III. Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungen

1. Bewertung für das Erwerbseinkommen

Zu den steuerbaren Einkünften aus unselbständiger Erwerbstätigkeit gehören auch geldwerte Vorteile aus Mitarbeiterbeteiligungen. Kapitalgewinne aus der Veräußerung von Privatvermögen sind demgegenüber steuerfrei.

Geldwerte Vorteile aus *Mitarbeiteraktien* können bei der Zuteilung (Differenz zwischen Verkehrswert bzw. Formelwert und Abgabepreis) und bei der Veräußerung (Differenz zwischen Rückkaufspreis und Verkehrswert bzw. Formelwert oder Differenz zwischen Veräußerungspreis und Formelwert) entstehen.

Bei *Mitarbeiteroptionen* können geldwerte Vorteile bei der Ausübung oder Veräußerung entstehen.

Die Gesellschaft hat die Pflicht, den Verkehrswert von Mitarbeiterbeteiligungen zu ermitteln und als Beilage zum Lohnausweis zu bescheinigen.

²² KS 37, Ziff. 4.

²³ KS 37, Ziff. 6.

2. Bewertung für die Vermögenssteuer

a) Grundsatz

Das Vermögen wird für die Vermögenssteuer nach dem Verkehrswert bewertet. Für nicht notierte Wertpapiere ist der Verkehrswert grundsätzlich nach der „Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer“²⁴ zu ermitteln. Diese besagt:

- Die Unternehmensbewertung erfolgt nach der *Praktikermethode* (gewichteter Durchschnitt von Ertrags- und Substanzwert);
- Der *Kaufpreis einer massgebenden (mindestens 10%) Handänderung*, sowie einer *Finanzierungsrunde* ist für die Verkehrswertbewertung zu berücksichtigen.

b) Abweichungen

Die Wegleitung Wertschriftenbewertung wurde mit Geltung ab dem 13. Dezember 2019 in zwei Punkten angepasst. Die Anpassungen wurden auf Anregung der Arbeitsgruppe Start-Ups vorgenommen, um die Praxis zur Verkehrswertermittlung von nicht börsennotierten Unternehmen transparenter zu gestalten.²⁵

Die erste Anpassung betrifft den Grundsatz, dass der Handänderungspreis oder die Finanzierungsrunde für den Verkehrswert massgebend ist. Von diesem Grundsatz kann „unter Berücksichtigung aller Faktoren in begründeten Einzelfällen“ abgewichen werden. Dahinter steht der Gedanke, dass der anlässlich einer Handänderung oder Finanzierungsrunde bezahlte Preis nicht unbedingt den Verkehrswert widerspiegelt.²⁶ Diese Formulierung macht in Ausnahmefällen eine Einzelfallbeurteilung möglich.²⁷

Die zweite Anpassung betrifft die Ausgestaltung der Praktikermethode. Ist der Erfolg eines Unternehmens überwiegend von einer Einzelperson abhängig, indem die Wertschöpfung hauptsächlich vom Mehrheitsbeteiligten erzielt wird, kann der Kanton auf Antrag eine einfache Gewichtung des Ertragswerts erlauben. Vorausgesetzt hierfür ist, dass die Wertschöpfung allein vom Mehrheits-

²⁴ Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008 der SSK (KS SSK 28), <http://www.steuerkonferenz.ch> ⇒ Wegleitung Wertschriftenbewertung>.

²⁵ Bewertung von Jungunternehmen (Start-ups, Fn. 17), S. 2.

²⁶ HUBER/SCHWARZENBACH, Besteuerungsmodalitäten, 312 f.

²⁷ Bewertung von Jungunternehmen (Start-ups, Fn. 17), S. 16.

beteiligten erzielt und abgesehen von wenigen Ausnahmen (für Administration und Logistik) kein weiteres Personal beschäftigt wird. Der Nachweis für das Vorliegen der Voraussetzungen ist von Antragssteller jährlich beim zuständigen Kanton zu erbringen. Grund für die einfache Gewichtung ist die schwere bzw. unmögliche Veräusserung des Ertragswerts. Die Praxis erweist sich diesbezüglich in der Anwendung als grosszügig und rechtsbeständig.²⁸ Ferner müssen Sperrfristen angemessen berücksichtigt werden.²⁹

c) *Sonderregeln für Start-ups*

Verschiedene Kantone haben Sonderregeln für Start-ups erlassen. So sieht die *Weisung der Finanzdirektion Zürich vom 1. November 2016*³⁰ folgendes vor:

- Bis zum Vorliegen von repräsentativen Geschäftsergebnissen entspricht der Vermögenssteuerwert von Anteilen an Start-up-Gesellschaften, d.h. an Kapitalgesellschaften mit einem innovativen (üblicherweise technologiegetriebenen) und skalierbaren Geschäftsmodell, das sich im Aufbau befindet, dem Substanzwert.³¹
- Auf einen von Investoren in Finanzierungsrunden bezahlten Preis wird nur abgestellt, wenn dieser nach Abschluss der Aufbauphase (bzw. Vorliegen repräsentativer Geschäftsergebnisse) bezahlt wird. Grund dafür sind die sehr hohen Bewertungsunsicherheiten von Start-Ups.³² So können Finanzierungsrunden getätigt werden, ohne nachfolgende Liquiditätsprobleme zu generieren.³³

Andere Kantone wie AG, BS, BE, GE, LU, VD und VS sehen eine Begrenzung der Vermögenssteuer vor, insbesondere wenn der Vermögenssteuerschuld ein

²⁸ Kommentar 2019, Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer (Kommentar zu KS 28), S. 9 f.

²⁹ Siehe OESTERHELT/DUBACH, 28 f.

³⁰ Weisung der Finanzdirektion über die Bewertung von Wertpapieren und Guthaben für die Vermögenssteuer vom 1. November 2016, Finanzdirektion Zürich.

³¹ Weisung der Finanzdirektion, 2.

³² HUBER/SCHWARZENBACH, 311.

³³ HUBER/SCHWARZENBACH, 312. Sobald aber eine Gesellschaft für einen Mitarbeiterbeteiligungsplan einen Formelwert festgelegt hat, ist dieser auch für die Vermögenssteuer massgebend (OESTERHELT/DUBACH, 29 f.).

relativ geringes (Vermögens-)Einkommen gegenübersteht.³⁴ Vorgesehen sind Erleichterungen bis auf 5,0 Promille in BS, höchstens 2,4 Promille in BE und höchstens 3,0 Promille in LU.³⁵

3. Beispiel 1

<p>A and B are shown as founders. Arrows from each point to a box labeled 'Start-up AG' with 'CH' below it. The arrows are labeled '50%'.</p>	<p>A, B, and I are shown as founders. Arrows from each point to a box labeled 'Start-up AG' with 'CH' below it. The arrows are labeled '40%', '40%', and '20%' respectively.</p>
<p>Sachverhalt A und B gründen die Start-up AG mit einem Aktienkapital von CHF 100'000 im Januar 2020.</p>	<p>Im Dezember 2020 stösst ein Investor I dazu. Er ist bereit, 20% der Aktien zu zeichnen. Die Start-up AG erhöht das Aktienkapital um CHF 25'000. Der Investor zeichnet diese Aktien für CHF 500'000.</p>
<p>Frage Beträgt der Vermögenssteuerwert 2020 der Start-up-Aktien von A und B je CHF 1 Mio. (Unternehmenswert CHF 2.5 Mio. gestützt auf Dritttransaktion; davon 40% gibt CHF 1 Mio.)?</p>	
<p>Antwort Die Start-up AG befindet sich in der Aufbauphase. Im Kanton Zürich würde nicht auf den in der Finanzierungsrunde bezahlte Preis abgestellt. Als Vermögenssteuerwert für A und B würde der anteilmässige Substanzwert (buchmässiges Eigenkapital) herangezogen.</p>	

IV. Mitarbeiteraktien

1. Gestaltungsmöglichkeiten

Bei den echten Mitarbeiteraktien erwirbt der Mitarbeitende unmittelbar mit Abgabe der Aktien das Eigentum an diesen. Die Mitarbeiterbeteiligungspläne für Mitarbeiteraktien können unterschiedlich ausgestaltet sein:

³⁴ Bewertung von Jungunternehmen (Start-ups, Fn. 17), S. 13.

³⁵ Siehe in den jeweiligen kantonalen Steuergesetzen.

- Erwerb der Aktien zum Verkehrswert oder mit einem Einschlag (bis hin zur unentgeltlichen Abgabe);
- Ausgestaltung als Partizipationsschein (ohne Stimmrecht);
- Veräusserungssperrfrist;
- Rückgabeverpflichtung bei Beendigung des Arbeitsverhältnisses;
- Hebel („Sweet Equity“)³⁶.

2. Steuerfolgen der Zuteilung

a) Besteuerungszeitpunkt

Die Besteuerung von Mitarbeiteraktien nicht börsennotierter Unternehmen ist in Art. 17n DBG und KS 37, Ziff. 3.2.2, geregelt. Die Abgabe der Mitarbeiteraktien unter dem unten ermittelten Wert stellt steuerbares Einkommen dar.

Massgebender Besteuerungszeitpunkt ist der Rechtserwerb der Mitarbeiteraktie.³⁷ Instrumente, mit denen sich der Arbeitgeber verpflichtet, in einem späteren Zeitpunkt (Vesting) Mitarbeiteraktien abzugeben, stellen bloss *Anwartschaften* dar (z.B. *Restricted Stock Units*).³⁸

b) Bemessungsgrundlage

Einkommensbesteuerung und Sozialversicherungsabgaben bemessen sich auf der Differenz zwischen Verkehrswert und Abgabepreis im Zeitpunkt des Erwerbs.

Der *Verkehrswert* ist mittels einer für das betreffende Unternehmen tauglichen und anerkannten Bewertungsmethode formelmässig zu³⁹ ermitteln. Die formelmässige Bewertungsmethode orientiert sich in der Anfangsphase an der Substanzwertmethode. Die formelmässige Bewertungsmethode ist bei nicht börsennotierten Unternehmen regelmässig eine Vergangenheitsbetrachtung. Wenn ein Drittpreis vorliegt, kann der Arbeitgeber beantragen, trotzdem auf den Formelwert abzustellen. Dies setzt voraus, dass der Arbeitgeber ein unbe-

³⁶ Siehe unten, Ziff. VIII.

³⁷ Vgl. HÄNI/STREULE, 674; vgl. RISI, 407.

³⁸ Vgl. dazu unten, Ziff. V.

³⁹ Ausnahmsweise ist der Drittpreis massgebend. Siehe oben Ziff. II.2 und Oesterheld/Dubach, 11 f. und 22 f.

schränktes Kaufrecht hat, zum identisch berechneten Formelwert zurück zu kaufen. Die einmal gewählte Berechnungsmethode muss für den entsprechenden Beteiligungsplan beibehalten werden (Formelkongruenz).⁴⁰

Gesperrte Mitarbeiteraktien werden im Zeitpunkt des Rechtserwerbs besteuert. Dem Minderwert für die Sperrfrist wird mit einem Einschlag von 6% pro Sperrjahr auf dem Verkehrswert bzw. Formelwert Rechnung getragen.⁴¹ Bei einer unbefristeten Rückgabepflicht wird eine 10-jährige Sperrfrist angewendet. Bei einer maximalen Sperrfrist von 10 Jahren beträgt der Diskont 44.161%.⁴²

Bei *Partizipationsscheinen* wird ein Einschlag von 10% auf dem Verkehrswert vorgenommen aufgrund des fehlenden Stimmrechts.

3. Steuerfolgen des Haltens

a) Einkommenssteuer

Wenn die Mitarbeitenden auf den Mitarbeiteraktien Dividendenerträge erhalten, werden diese im Zeitpunkt des Zuflusses als Vermögensertrag besteuert. Da sie nicht als Erwerbseinkommen qualifiziert werden, unterliegen sie nicht den Sozialversicherungsabgaben.

b) Vermögenssteuer

Mitarbeiteraktien nicht börsennotierter Unternehmen unterliegen der Vermögenssteuer. Ab dem Zeitpunkt des Erwerbs der Aktien muss der Vermögenssteuerwert der Aktien am Jahresende ermittelt werden. Grundsätzlich werden die in KS SKK 28 empfohlenen Methoden (Wert nach der Praktikermethode oder Substanzwert bei Start-ups) angewendet. Um unterschiedliche Werte für die Vermögens- und Einkommenssteuer zu vermeiden, kann für die Vermögenssteuer bei Mitarbeiteraktien auf den mit der kantonalen Steuerverwaltung vereinbarten Formelwert abgestellt werden. Bei Sperrfristen muss ein Einschlag (Diskont von 6% pro Sperrjahr; maximal 10 Jahre) auf dem Vermögenssteuerwert gewährt werden.

⁴⁰ KS 37, Ziff. 3.2.2; OESTERHELT/DUBACH, 12 ff.

⁴¹ Bewertung von Jungunternehmen (Start-ups, Fn. 17), S. 9; KS 37, Ziff. 3.3.

⁴² Vgl. Risi, 411 f.; KS 37, Ziff. 3.3.

4. Steuerfolgen des Exits

Bei *vorzeitigem Wegfall der Sperrfrist* entspricht das steuerbare Einkommen der Differenz zwischen dem nicht diskontierten Verkehrs- bzw. Formelwert der Aktie im Zeitpunkt des Wegfalls der Sperrfrist und dem entsprechend der verbleibenden Restsperrfrist diskontierten Wert.⁴³

Bei *Veräusserung* der Aktie entspricht der steuerfreie private Kapitalgewinn der Differenz zwischen dem Formelwert im Zeitpunkt der Abgabe und dem nach der gleichen Methode ermittelten Formelwert im Zeitpunkt der Veräusserung. Die Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem Formelwert im Zeitpunkt der Veräusserung („Übergewinn“) stellt steuerbares Einkommen (oder als Gewinnungskosten abziehbarer Verlust) dar.⁴⁴ Gemäss neuer Praxis der ESTV infolge der Zürcher Praxis wird der Übergewinn nicht besteuert, wenn der Wechsel vom Formel- zum Verkehrswertprinzip nach Ablauf einer *fünfjährigen Haltedauer* der Mitarbeiteraktien eintritt.⁴⁵ Viele andere Kantone (wie etwa ZG und SZ) folgten diesem Prinzip bis 2020 grundsätzlich nicht. Die Aufnahme dieser Regelung in das neue Kreisschreiben der ESTV zu den Mitarbeiterbeteiligungen war die umstrittenste Frage.

Bei *Rückgabe* der Aktie stellt die Differenz zwischen Rückgabepreis und Formelwert („Übergewinn“) steuerbares Einkommen (oder als Gewinnungskosten abziehbarer Verlust) dar. Im Übrigen ist der Kapitalgewinn auf Privatvermögen grundsätzlich steuerfrei, wobei ein vorzeitiger Wegfall der Veräusserungssperrfrist zu steuerbarem Erwerbseinkommen im Umfang der Entsperrung führt.

5. Vor- und Nachteile

Mitarbeiteraktien haben in der Regel folgende Vorteile:

- Motivation der Mitarbeitenden;
- Identifikation der Mitarbeitenden mit dem Arbeitgeber bzw. dessen Gruppe;
- die Dividendenerträge sind nicht sozialversicherungspflichtig;
- beim Verkauf der Aktien aus dem Privatvermögen erzielen die Mitarbeitenden einen steuerfreien Kapitalgewinn.

⁴³ KS 37, Ziff. 3.4.1; OESTERHELT/DUBACH, 25 f.

⁴⁴ Vgl. HUBER/SCHWARZENBACH, 310.

⁴⁵ KS 37, Ziff. 3.4.3. Vgl. HUBER/SCHWARZENBACH, 310; OESTERHELT/DUBACH, 17 ff.

Diesen Vorteilen stehen folgende *Nachteile* gegenüber:

- Risiko einer Werteinbusse der Aktien (Verlust)⁴⁶;
- Planverwaltung;
- Aktienbewertung;
- Beschaffung der Aktien;
- die Mitarbeitenden sind Minderheitsaktionäre in der Generalversammlung der Gesellschaft;
- die Mitarbeitenden müssen allenfalls übriges Einkommen bzw. Vermögen zur Bezahlung der Steuern beim Erwerb der Aktien verwenden;
- Vermögenssteuer während dem Halten der Mitarbeiteraktien.

V. Restricted Stock Units

1. Gestaltungsmöglichkeiten

Bei den Restricted Stock Units erwerben die Mitarbeitenden erst nach Ablauf einer bestimmten Frist (*Vestingperiode*) Eigentum an den Aktien. Der Eigentumserwerb ist somit zeitlich aufgeschoben. Im Gegensatz zur Option erfolgt aber der Aktienerwerb unmittelbar nach Ablauf dieser Frist ohne weiteres Zutun des Mitarbeitenden. Auch bei den Restricted Stock Units gibt es verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten:

- Vestingperiode (Aufschub des Eigentumserwerbs an den Aktien);
- das Vesting kann gestaffelt erfolgen (z.B. zu je einem Viertel über vier Jahre) oder für 100% nach Ablauf der Vestingperiode;
- Veräusserungssperrfrist;
- Rückgabeverpflichtung bei Beendigung des Arbeitsverhältnisses.

2. Steuerfolgen der Zuteilung

Die Zuteilung der Restricted Stock Units unterliegt nicht der Einkommenssteuer. Der Besteuerungszeitpunkt ist erst das Vesting (Erwerb des Rechtsanspruchs auf Übertragung der Aktien).⁴⁷ In diesem Zeitpunkt stellt die Differenz zwischen dem Verkehrswert der Aktien und dem Ausübungspreis einkommenssteuer- und sozialversicherungspflichtiges Einkommen dar. Hinsichtlich

⁴⁶ Das Risiko besteht v.a. bei gebundenen Mitarbeiteraktien für die Mitarbeiter; RStB, 455.

⁴⁷ KS 37, Ziff. 5.

Ermittlung des Verkehrswertes und Diskont für Veräusserungssperrfrist gelten die oben in Ziff. II.1 dargelegten Ausführungen zur Besteuerung von Mitarbeiteraktien.

3. Steuerfolgen des Haltens

a) Einkommenssteuer

Bis zum Vesting erhalten die Mitarbeitenden keine Dividendenerträge. Nach dem Vesting werden sie Aktionäre und erzielen Dividendenerträge. Diese sind als Vermögensertrag steuerbar und unterliegen nicht den Sozialversicherungsabgaben.⁴⁸

b) Vermögenssteuer

Die Restricted Stock Units unterliegen nicht der Vermögenssteuer. Sie werden als bloße „Anwartschaften“ behandelt. Nach dem Vesting werden die Mitarbeitenden Aktionäre. Die Aktien unterliegen entsprechend den Regeln zu den Mitarbeiteraktien der Vermögenssteuer.⁴⁹

4. Steuerfolgen des Exits

Die Mitarbeitenden können die Restricted Stock Units in der Regel nicht verkaufen. Sollte dies trotzdem möglich sein, wäre ein Verkaufserlös als steuerbares Einkommen aus unselbständiger Erwerbstätigkeit zu qualifizieren.

Nach dem Vesting erhalten die Mitarbeitenden Aktien. Beim Exit durch Verkauf dieser Aktien sind die Steuerfolgen des Verkaufs von Mitarbeiteraktien anwendbar.⁵⁰

⁴⁸ Siehe oben, Ziff. V.3.a).

⁴⁹ Siehe oben, Ziff. IV.3.b).

⁵⁰ Siehe oben, Ziff. IV.4.

5. Vor- und Nachteile

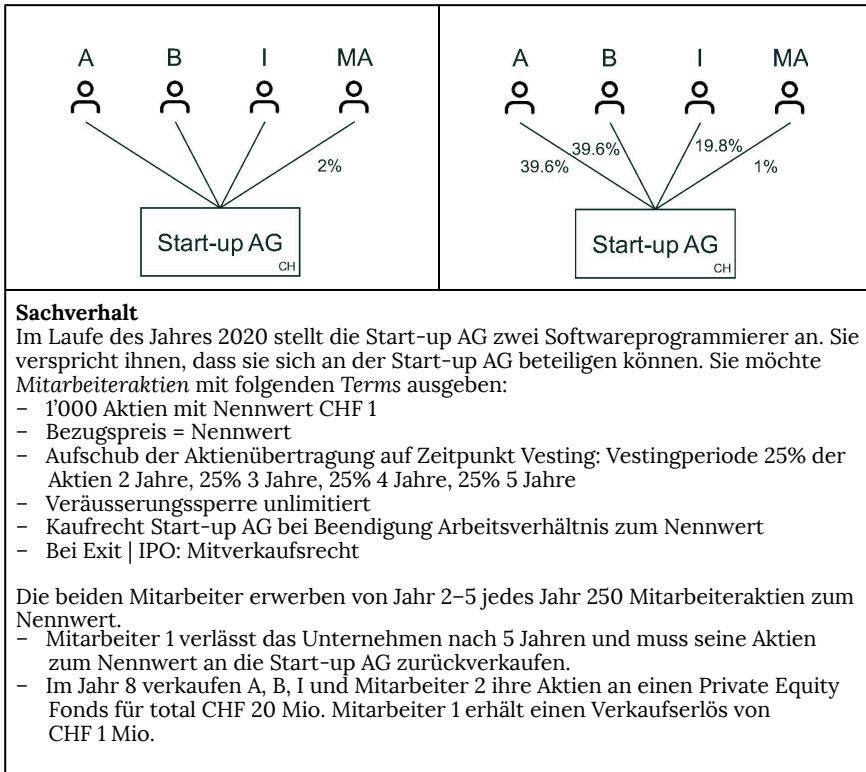
Restricted Stock Units haben in der Regel folgende Vorteile:

- Die Mitarbeitenden müssen die Aktien während der Vestingperiode erst verdienen;
- Motivation der Mitarbeitenden;
- Identifikation der Mitarbeitenden mit dem Arbeitgeber bzw. dessen Gruppe;
- die Dividendenerträge sind nicht sozialversicherungspflichtig;
- beim Verkauf der Aktien aus dem Privatvermögen erzielen die Mitarbeitenden einen steuerfreien Kapitalgewinn.

Diesen Vorteilen stehen folgende Nachteile gegenüber:

- Risiko einer Werteinbusse der Aktien (Verlust);
- Planverwaltung;
- Aktienbewertung;
- Beschaffung der Aktien;
- die Mitarbeitenden sind Minderheitsaktionäre in der Generalversammlung der Gesellschaft;
- die Mitarbeitenden müssen allenfalls übriges Einkommen bzw. Vermögen zur Bezahlung der Steuern beim Erwerb der Aktien (aber nicht bereits bei der Zuteilung der Restricted Stock Units) verwenden;
- Vermögenssteuer während dem Halten der Mitarbeiteraktien (aber noch nicht vor dem Vesting).

6. Beispiel 2



Steuerbeurteilung

Mitarbeiter 1

- Die Berechtigung des Mitarbeiters zur Teilnahme am Beteiligungsplan im Jahr 1 führt zu keinen Einkommenssteuerfolgen.
- Bei jedem Vesting (in den Jahren 2-5 jeweils 25%) realisiert Mitarbeiter 1 *steuerbares Einkommen* aus unselbständiger Erwerbstätigkeit im Umfang der Differenz zwischen dem jeweiligen Formelwert und dem Nennwert (Bezugspreis). Der Formelwert ist der kantonalen Steuerverwaltung zur Genehmigung zu unterbreiten. Wegen der maximalen Sperrfrist ist der maximale Diskont von 44.161% zu gewähren. Solange der Formelwert unter dem Substanzwert liegt, ist der Substanzwert anzuwenden.
- Der *Rückverkauf zum Nennwert* führt zu einer im Arbeitsverhältnis begründeten Vermögenseinbusse. Mitarbeiter 1 kann in der Steuerperiode des Rückverkaufs einen Gewinnungskostenabzug von seinem steuerbaren Einkommen vornehmen.

Mitarbeiter 2

- Bei jedem Vesting realisiert Mitarbeiter 2 *steuerbares Einkommen* aus unselbständiger Erwerbstätigkeit wie Mitarbeiter 1.
- Mitarbeiter 2 erhält einen Verkaufserlös von CHF 1 Mio. Da ihm jeweils beim Vesting ein Diskont für die Sperrfrist gewährt wurde und diese Sperrfrist nun aufgehoben wird, erzielt Mitarbeiter 2 einen im Arbeitsverhältnis begründeten geldwerten Vorteil („Umwandlung“ einer gesperrten in eine ungesperrte Aktie). Für jedes seiner vier Aktienpakete ist der reduzierte Wert der Aktien anhand der verbleibenden Restsperrfrist (10 Jahre ab Zeitpunkt des Vesting) zu ermitteln. Steuerbar ist die Differenz zwischen dem Formelwert und diesem reduzierten Wert. Der Kapitalgewinn bis zu diesem reduzierten Formelwert ist steuerfrei. Der Kapitalgewinn über dem Formelwert („Übergewinn“) stellt grundsätzlich steuerbares Einkommen aus unselbständiger Erwerbstätigkeit dar. Seit der Anpassung des KS 37 in Anlehnung der Zürcher Praxis wird dieser Übergewinn nach Ablauf von fünf Jahren nicht mehr besteuert. Die Fünfjahresfrist gilt ab dem Besteuerungszeitpunkt (also dem Vesting). Sie ist somit für die ersten beiden Aktienpakete abgelaufen, die zweiten beiden Aktienpakete noch nicht.

VI. Nicht börsennotierte Mitarbeiteroptionen

1. Gestaltungsmöglichkeiten

Bei den Mitarbeiteroptionen erwerben die Mitarbeitenden ein Recht (Option) zum Erwerb von Aktien zu einem bestimmten Ausübungspreis während der Ausübungsfrist. Je nach Plan können Optionen unmittelbar ab Zuteilung ausgeübt werden oder erst nach Ablauf einer bestimmten Frist, während welcher die Ausübung der Option verdient werden muss (Vestingperiode). Es gibt somit verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten:

- Vestingperiode (Aufschub des Rechts zur Ausübung der Option);
- Vesting kann gestaffelt erfolgen (z.B. zu je einem Viertel über vier Jahre) oder für 100% nach Ablauf der Vestingperiode;
- Veräusserungssperrfrist der Aktien nach Ausübung der Option;
- Rückgabeverpflichtung bei Beendigung des Arbeitsverhältnisses.

2. Steuerfolgen der Zuteilung

Die Zuteilung der Mitarbeiteroptionen unterliegt nicht der Einkommenssteuer. Auch im Zeitpunkt des Vesting der Optionen erfolgt noch keine Besteuerung. Erst bei der Ausübung der Option wird der Erwerb der Aktien analog dem Erwerb von Mitarbeiteraktien besteuert.⁵¹ In diesem Zeitpunkt stellt die Differenz zwischen dem Verkehrswert der Aktien und dem Ausübungspreis einkommenssteuer- und sozialversicherungspflichtiges Einkommen dar.⁵² Hinsichtlich Ermittlung des Verkehrswertes und Diskont für eine allfällige Veräusserungssperrfrist gelten die oben, Ziff. II.1 dargelegten Ausführungen zur Besteuerung von Mitarbeiteraktien.⁵³

Nach Ausübung der Option stellt ein allfälliger Gewinn aus dem Verkauf der Aktien aus dem Privatvermögen einen steuerfreien privaten Kapitalgewinn dar. Vorbehalten bleibt die Anwendung des Prinzips der Formelkongruenz, sofern beim Aktienerwerb ein Formelwert angewendet wurde.⁵⁴

3. Steuerfolgen des Haltens

a) Einkommenssteuer

Bis zur Ausübung der Optionen erhalten die Mitarbeitenden keine Dividenderträge. Erst mit der Ausübung werden sie Aktionäre und erzielen Dividenderträge. Diese sind als Vermögensertrag steuerbar und unterliegen nicht den Sozialversicherungsabgaben.⁵⁵

b) Vermögenssteuer

Mitarbeiteroptionen unterliegen nicht der Vermögenssteuer. Sie werden als blosse „Anwartschaften“ behandelt. Ab der Zuteilung der Mitarbeiteroptionen müssen die Mitarbeiter die Optionen „pro memoria“ im Wertschriften- und Guthabenverzeichnis der Steuererklärung deklarieren.⁵⁶

⁵¹ Vgl. HÄNI/STREULE, 676.

⁵² Art. 17b Abs. 3 DBG; KS 37, Ziff. 4.2.

⁵³ RISI, 423 f.

⁵⁴ Siehe oben, Ziff. II.2b.

⁵⁵ Siehe oben, Ziff. IV.3.a).

⁵⁶ Bewertung von Jungunternehmen (Start-ups, Fn. 17), S. 12.

Erst mit der Ausübung werden die Mitarbeitenden Aktionäre. Die Aktien unterliegen entsprechend den Regeln zu den Mitarbeiteraktien der Vermögenssteuer.⁵⁷

4. Steuerfolgen des Exits

Die Mitarbeitenden können die Mitarbeiteroptionen in der Regel nicht verkaufen. Sollte dies trotz dem möglich sein, wäre ein Verkaufserlös als steuerbares Einkommen aus unselbständiger Erwerbstätigkeit zu qualifizieren.

Nach der Ausübung der Optionen erhalten die Mitarbeitenden Aktien. Beim Exit durch Verkauf dieser Aktien sind die Steuerfolgen des Verkaufs von Mitarbeiteraktien anwendbar.⁵⁸

5. Vor- und Nachteile

Mitarbeiteroptionen haben in der Regel folgende Vorteile:

- Die Mitarbeitenden müssen die Aktien während der Vestingperiode erst verdienen;
- Motivation der Mitarbeitenden;
- Identifikation der Mitarbeitenden mit dem Arbeitgeber bzw. dessen Gruppe;
- die Dividendenerträge sind nicht sozialversicherungspflichtig;
- beim Verkauf der Aktien aus dem Privatvermögen erzielen die Mitarbeitenden einen steuerfreien Kapitalgewinn.

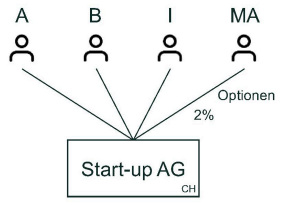
Diesen Vorteilen stehen folgende Nachteile gegenüber:

- Risiko einer Werteinbusse der Aktien (Verlust);
- Planverwaltung;
- Aktienbewertung;
- Beschaffung der Aktien;
- die Mitarbeitenden sind Minderheitsaktionäre in der Generalversammlung der Gesellschaft;
- die Mitarbeitenden müssen allenfalls übriges Einkommen bzw. Vermögen zur Bezahlung der Steuern beim Erwerb der Aktien (aber nicht bereits bei der Zuteilung der Option) verwenden;
- Vermögenssteuer während dem Halten der Mitarbeiteraktien (aber noch nicht vor der Ausübung der Option).

⁵⁷ Siehe oben, Ziff. IV.3.b).

⁵⁸ Siehe oben, Ziff. IV.4.

6. Beispiel 3

	<p>Sachverhalt Statt Mitarbeiteraktien möchte die Start-up AG den beiden Mitarbeitern <i>Mitarbeiteroptionen</i> mit folgenden <i>Terms</i> ausgeben:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 1'000 Optionen zum Bezug von je 1 Aktie mit Nennwert CHF 1 - Abgabepreis der Optionen CHF 0 - Ausübungspreis Nennwert CHF 1 - Vestingperiode 25% der Optionen 2 Jahre, 25% 3 Jahre, 25% 4 Jahre, 25% 5 Jahre - Ausübungsperiode je bis 2027 - Veräusserungssperre Aktien unlimitiert
<p>Steuerbeurteilung Mitarbeiter 1 und 2</p> <ul style="list-style-type: none"> - Die Zuteilung der Optionen im Jahr 1 führt zu keinen Einkommenssteuerfolgen. - Das Vesting der Optionen selbst in den Jahren 2-5 führt an sich noch zu keinen Einkommenssteuerfolgen. - Bei jeder <i>Ausübung</i> der Optionen (in den Jahren 2 bis 2027) realisiert der betreffende Mitarbeiter <i>steuerbares Einkommen</i> aus unselbständiger Erwerbstätigkeit im Umfang der Differenz zwischen dem jeweiligen Formelwert und dem Nennwert von CHF 1 (Ausübungspreis). Der Formelwert ist der kantonalen Steuerverwaltung zur Genehmigung zu unterbreiten. Wegen der maximalen Sperrfrist ist der maximale Diskont von 44.161% zu gewähren. Solange der Formelwert unter dem Substanzwert liegt, ist der Substanzwert anzuwenden. 	

VII. Phantom Shares

1. Konzept

Bei den Phantom Shares erwerben die Mitarbeitenden keine Beteiligungsrechte an der Gesellschaft, sondern ein Recht auf künftige Barzahlungen in Anlehnung an die auf den Aktien der Gesellschaft bezahlten Dividenden oder anderen Parametern. Da es sich letztlich um ein Recht auf künftige Bonuszahlungen handelt, deren Höhe anhand von vorgängig festgelegten Parametern ermittelt wird, gibt es viele Gestaltungsmöglichkeiten:

2. Gestaltungsmöglichkeiten

Gestaltungsmöglichkeiten:

- Recht auf „virtuelle“ Dividenden, aber in Form von Boni (Erwerbseinkommen);
- Möglichkeit, einen Hebel vorzusehen (d.h. Zahlung entspricht Wertsteigerung der Aktien multipliziert mit Faktor);

- Vestingperiode (Aufschub des Rechtserwerbs);
- Möglichkeit, „virtuelle“ Put bzw. Call Option bei Ausscheiden des Mitarbeiters aus der Gruppe vorzusehen.

3. Steuerfolgen der Zuteilung

Die Besteuerung von unechten Mitarbeiterbeteiligungen ist in Art. 17c DBG und KS 37, Ziff. 6, geregelt. Unechte Mitarbeiterbeteiligungen werden als Erwerbseinkommen im Zeitpunkt des Zuflusses besteuert, während die Zuteilung der Phantom Shares keine Steuerfolgen auslöst. Es besteht keine Bewertungsproblematik, da unechte Mitarbeiterbeteiligungen in der Regel eine Geldleistung in Aussicht stellen.

4. Steuerfolgen des Haltens

a) Einkommenssteuer

Sofern eine „virtuelle Dividende“ vorgesehen ist, erfolgt Besteuerung im Zeitpunkt des Zuflusses. Die „virtuelle“ Dividende wird wie ein Bonus als Erwerbseinkommen (nicht Dividendenertrag) qualifiziert und unterliegt der Einkommenssteuer und den Sozialversicherungsabgaben.

b) Vermögenssteuer

Unechte Mitarbeiterbeteiligungen unterliegen normalerweise nicht der Vermögenssteuer, da sie keine definitiv erworbenen Vermögenswerte darstellen (blosse „Anwartschaften“ auf Geldleistungen).

5. Steuerfolgen des Exits

Der Exit führt nur dann zu Steuerfolgen, wenn der Mitarbeitende eine Leistung (in der Regel in bar) erhält. Dies ist etwa der Fall, wenn der Plan eine „virtuelle“ Put bzw. Call Option bei Ausscheiden des Mitarbeiters aus der Gruppe vorsieht.

6. Vor- und Nachteile

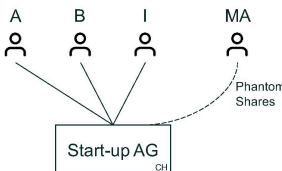
Unechte Mitarbeiterbeteiligungen haben in der Regel folgende Vorteile:

- Einfache Planadministration, da bloss Geldzahlung;
- kein Risiko einer Werteinbusse der Aktien;
- keine Beschaffung von Aktien erforderlich;
- die Mitarbeitenden sind keine Minderheitsaktionäre in der Generalversammlung der Gesellschaft;
- Besteuerung immer erst, wenn Geldzahlung | Einkommen effektiv fliesst; die Mitarbeitenden müssen kein übriges Einkommen bzw. Vermögen zur Bezahlung der Steuern beim Erwerb der Aktien verwenden;
- keine Vermögenssteuer während dem Halten unechten Mitarbeiterbeteiligungen.

Diesen Vorteilen stehen folgende Nachteile gegenüber:

- sämtliche Zahlungen unterliegen als Erwerbseinkommen den Einkommenssteuern und Sozialversicherungsabgaben (kein Dividendenertrag, kein steuerfreier privater Kapitalgewinn); keine Möglichkeit, einen steuerfreien privaten Kapitalgewinn zu erzielen;
- Risiko, dass keine Auszahlung erfolgt, sofern sich der unterliegende Aktienkurs negativ entwickelt;
- allenfalls weniger starke Identifikation der Mitarbeitenden mit dem Arbeitgeber bzw. dessen Gruppe.

7. Beispiel 4

	<p>Sachverhalt Statt Mitarbeiteroptionen möchte die Start-up AG Phantom Shares mit folgenden Terms ausgeben:</p> <p>1'000 Phantom Shares</p> <p>Abgabepreis CHF 0</p> <p>Zuteilung über eine Vestingperiode: 25% 2 Jahre, 25% 3 Jahre, 25% 4 Jahre, 25% 5 Jahre</p> <p>Recht auf jährliche Auszahlung pro Phantom Share in gleicher Höhe wie Dividende pro Aktie</p> <p>Entschädigungsloser Verfall bei Beendigung Arbeitsverhältnis</p>
---	--

Steuerbeurteilung*Mitarbeiter 1 und 2*

- Die Zuteilung der Phantom Shares im Jahr 1 führt zu keinen Einkommenssteuerfolgen.
- Jede Auszahlung an die Mitarbeiter stellt im Auszahlungszeitpunkt in voller Höhe steuerbares Einkommen aus unselbständiger Erwerbstätigkeit dar.

VIII. Sogenanntes „Sweet Equity“

1. Überblick

Bei Übernahmen einer Gesellschaft durch Private Equity Investoren soll sich das Top-Management regelmässig auch finanziell mit einer Beteiligung am Unternehmen engagieren. Solche Beteiligungen werden als „sweet equity“ bezeichnet, wenn sie dem Manager eine höhere Beteiligung am Gewinn pro investiertem Franken ermöglichen als den Finanzinvestoren. Dieser Hebel kann etwa mittels Schaffung von Vorzugs- und Stammaktien, unterschiedlichem Ausgabepreis für Aktien (mit und ohne Agio) oder Mix von Aktien und Darlehen erreicht werden. Die Beteiligung des Managements wird auch als „sweat equity“ bezeichnet, weil die Manager nur dann einen Erlös erzielen, wenn sie sich durch jahrelange Arbeit erfolgreich für das Unternehmen einsetzen.⁵⁹

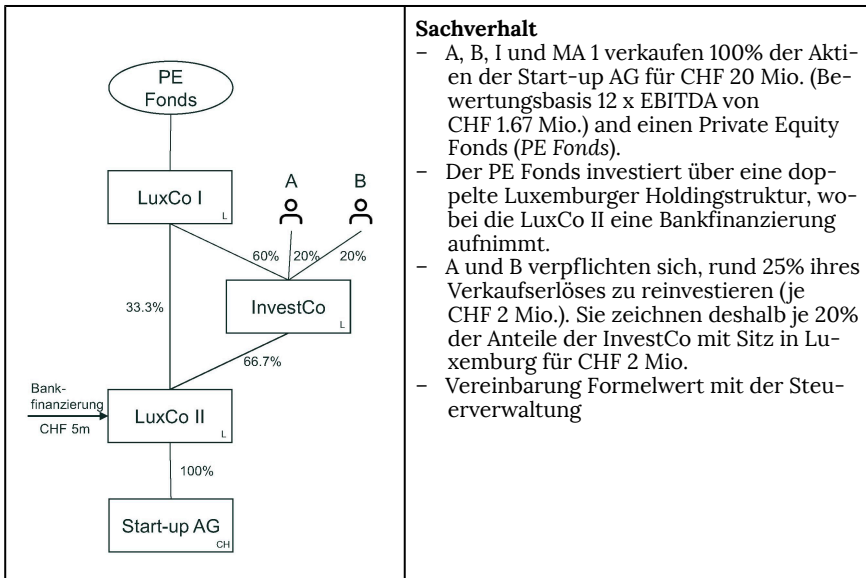
Aus steuerrechtlicher Sicht werden solche Beteiligungen am Unternehmen durch das Management in der Praxis regelmässig als echte Mitarbeiteraktien qualifiziert. Es sind die oben ausgeführten Grundsätze für die Besteuerung von Mitarbeiteraktien anwendbar.⁶⁰ Besonderheiten stellen sich in Bezug auf die Frage des Verkehrswertes beim Erwerb der Aktien durch das Management: Bis 2020 haben sich diverse Steuerbehörden auf den Standpunkt gestellt, dass die Dritttransaktion der Private Equity Investoren als echte Dritttransaktion gilt, die den Verkehrswert der Aktien vorgeben, und die Anwendung eines Formelwertes für Zwecke der Einkommenssteuern des Managements verweigert. Der Kanton Zürich und unter dem geänderten KS 37 wohl auch die anderen Kantone akzeptieren die Anwendung einer Formelwertmethode, insbesondere wenn das Management sich an einer Investitionsholding beteiligt, wie im folgenden Beispiel dargestellt. In diesem Fall wird auch beim Exit die Formelwertmethode angewendet. Bei einem Exit stellt der mittels Formel im Exitzeitpunkt ermittelte Übergewinn steuerbares Einkommen aus unselbständiger Erwerbstä-

⁵⁹ FREY, 51.

⁶⁰ Siehe oben, Ziff. IV.2.

tigkeit dar. Im Kanton Zürich und nach der Änderung des KS 37 wohl auch den anderen Kantonen stellt der Übergewinn bei einem Exit nach Ablauf von fünf Jahren kein steuerbares Erwerbseinkommen mehr dar.

2. Beispiel 5



IX. Zusammenfassung und Ausblick

Die verschiedenen Arten von Mitarbeiterbeteiligungen weisen unterschiedliche Vor- und Nachteile aus unternehmerischer und Steuersicht auf. Je nach konkreter Situation erweist sich in Anbetracht aller Umstände die eine oder andere Variante als vorteilhaft, wobei gewisse gewünschte Ergebnisse auch mit der konkreten Ausgestaltung der Terms des Mitarbeiterbeteiligungsplans erreicht werden können. Wenn etwa die Mitarbeitenden kein unternehmerisches Risiko („Downside“) eingehen und nur dann Steuern zahlen sollen, wenn sie effektiv Barmittel erhalten, drängen sich die Phantom Shares auf. In diesem Fall besteht für die Mitarbeitenden aber auch keine Möglichkeit, einen steuerfreien privaten Kapitalgewinn zu erzielen. Wenn die Mitarbeitenden dagegen im Erwerbszeitpunkt eine hohe Investition (bei Erwerb zum Verkehrswert) tätigen oder hohe Steuerfolgen (bei Erwerb unter Verkehrswert aber mit Festlegung eines hohen Formel- bzw. Verkehrswertes) tragen, übernehmen sie das unternehmerische Risiko eines Verlustes und profitieren andererseits von der

Möglichkeit, einen steuerfreien privaten Kapitalgewinn zu erzielen. Vor diesem Hintergrund erweist sich die Regelung im Kanton Zürich und neuerdings des KS 37 als attraktiv, weil sie auch bei Anwendung der Formelwertmethode nach dem Ablauf von fünf Jahren einen steuerfreien Kapitalgewinn ermöglicht.

Bei der Vermögenssteuer ist zu hoffen, dass alle Kantone davon absehen, bei Finanzierungsrunden von Investoren eine für die Vermögenssteuer massgebende Dritttransaktion anzunehmen. Denn die Investoren zahlen ihren Preis in das Unternehmen, damit dieses die Geschäftstätigkeit (häufig Forschung und / oder Entwicklung) vorantreiben kann. Diese Transaktion unterscheidet sich massgeblich vom Verkauf einer Beteiligung an einen Dritten, bei welcher die Gesellschaft kein Geld erhält. Die Anpassungen der Wegleitung über die Bewertung von Wertschriften und die Praxisfestlegungen wie etwa jene des Kantons Zürich für Start-ups sind deshalb Schritte in die richtige Richtung.

Literatur

- BÖHI ROLAND/POLETTI MARTIN, Mitarbeiterbeteiligungen – Qualifikation des Entgelts bei Veräusserung von Aktien, in: Der Schweizer Treuhänder, Zürich 5/2015, 385 ff.
- FREY MARTIN, Beteiligung und Incentivierung des Managements beim Buy-Out, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity II, Rechtliche, steuerliche und regulatorische Aspekte von Buy-out bis Exit, Zürich 2012, 31 ff.
- HÄNI MATHIAS/STREULE FABIAN, Neue Grundlagen für die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen – Ausgewählte Themen für die Anwendung in der Praxis, in: Steuer Revue (68/2013), 672 ff.
- HUBER ANNA/SCHWARZENBACH REBECCA, Besteuerungsmodalitäten von Anteilen an Start-Up-Unternehmen, in: Expert Focus (4/2018), 308 ff.
- OESTERHELT STEFAN/DUBACH MANUEL, Mitarbeiterbeteiligungen bei nicht kotierten Unternehmen – KS 37 der ESTV vom 30. Oktober 2020, in: Steuer Revue 2021, 2 ff.
- RISI ANDREAS, Mitarbeiteroptionen und -aktien, Bewertung – Rechnungslegung – Besteuerung, Diss. Zürich 1999.

Tokenisierung von Effekten für Private Equity und Private Debt

Lukas Morscher/Lukas Staub*

Inhalt

I.	Einleitung	194
II.	Weiterentwicklung des Kapitalmarkts	195
1.	Traditionelle Finanzierungsquellen	195
2.	Wertschöpfungskette für digitale Vermögenswerte	196
3.	Grundsätzliches zu DLT und Blockchain	197
4.	Vorteile der Tokenisierung	198
5.	Herausforderungen und Entwicklung von Standards	200
6.	ICO vs. STO	202
III.	Tokenisierung von Eigenkapital	203
1.	Tokenisierung nach bisherigem Recht	203
2.	Tokenisierung gemäss DLT-Gesetzgebung	204
3.	Praktischer Ablauf der Tokenisierung von Eigenkapital	207
a)	Anpassung der gesellschaftsrechtlichen Dokumente	208
b)	Vorbereitung des Smart Contracts	208
c)	Vorbereitung der Angebotsdokumentation	210
d)	Ausgabe der Aktien	212
e)	Einholen der Blockchain-Adressen der Investoren	213
f)	Beschluss des Verwaltungsrates	214
g)	Ausrollen des Smart Contracts auf der Blockchain	214
h)	Zuordnung der Token an die Aktionäre	214
IV.	Tokenisierung von Fremdkapital	215
1.	Grundsätzliches	215
2.	Zwei Arten der Tokenisierung von Fremdkapital	216
V.	Zur Handelbarkeit im Sekundärmarkt	218
1.	Grundsätzliches	218
2.	Neuerungen der SIX Digital Exchange (SDX)	219
3.	Stable Coins und digitale Währungen im Besonderen	221
VI.	Schlussbemerkungen	222
	Literaturverzeichnis	223

* Herrn MLaw JULIAN LINDT danken wir herzlich für die Zusammenstellung von Literatur und Materialien sowie die Aufbereitung von Teilen des Manuskripts.

I. Einleitung

Die Wirtschaft strebt seit längerer Zeit danach, eine Vielzahl kleinerer Investitionsbeträge möglichst einfach in grössere, längerfristig orientierte Projekte zu kanalisieren. So konnte die Vereinigte Niederländische Ostindien-Kompagnie bereits im Jahr 1602 durch öffentliche Zeichnung von Aktien 6.45 Millionen Gulden aufnehmen, die dann investiert wurden, um das vielleicht grösste und erfolgreichste Handelsunternehmen des 17. Jahrhunderts aufzubauen. Mit den Aktien entwickelte sich ein reger Handel, der zur Gründung der wohl ersten Börse der Welt führte.¹

Seit dem 17. Jahrhundert haben sich Ausgabe und Handel von Effekten erheblich weiterentwickelt und standardisiert, sodass die damit verbundenen Transaktionskosten stark gesunken sind. In der Schweiz waren die Einführung eines einheitlichen Gesellschaftsrechts 1912,² die Einführung des digitalen Handels an der SIX 1996³ und die Entmaterialisierung von Effekten mit der Einführung von sog. Bucheffekten 2010⁴ wesentliche Meilensteine in diesem Bereich.

Eine weitere Vereinfachung der Ausgabe und des Handels von Effekten verspricht nun die Distributed Ledger-Technologie (DLT). Durch die Verknüpfung von Token mit Effekten auf DLT-Infrastrukturen wird erhebliches Potential geschaffen, um den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, Intermediäre innerhalb der Wertschöpfungskette zu reduzieren und ganz allgemein Transaktionen zu vereinfachen und Kosten zu senken.⁵ Dieser Beitrag soll aufzeigen, welche Vorteile die DLT bei der Weiterentwicklung des Kapitalmarkts verspricht (siehe unten, II.), und unter Berücksichtigung des heutigen wie auch künftigen Rechtsrahmens einen Überblick über Ausgabe und Platzierung von Instrumenten des Eigenkapitals (siehe unten, III.) und des Fremdkapitals (siehe unten, IV.) mittels DLT geben. Nach Ausführungen zur Handelbarkeit der Token im Sekundärmarkt (siehe unten, V.) wird in den Schlussbemerkungen ein kurzes Fazit gezogen (siehe unten, VI.).

¹ Siehe FERGUSON, 120 ff.

² Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) (OR; SR 220).

³ SIX Group, 30 Jahre im Überblick, <<https://www.six-group.com/de/site/smi-30years/time-journey.html>>.

⁴ Bundesgesetz vom 3. Oktober 2008 über Bucheffekten (BEG; SR 957.1).

⁵ Siehe dazu auch IFFLAND/LÄSER, 416.

II. Weiterentwicklung des Kapitalmarkts

1. Traditionelle Finanzierungsquellen

Die Vorteile der Tokenisierung von Effekten mittels DLT werden im Lichte der heutigen Unzulänglichkeiten des Kapitalmarkts ersichtlich. Denn die traditionellen Finanzierungsquellen sind insbesondere für Startups und KMU ungenügend. Dies gilt sowohl für Kreditfinanzierung durch Banken als auch im Eigenkapitalbereich für Private Equity- und Börsenfinanzierung.

Klassische Bankkredite sind mit rund CHF 327 Milliarden (ausstehend an KMU unter 250 Mitarbeitern)⁶ zwar nach wie vor die wichtigste Finanzierungsquelle für kleinere Unternehmen. Für Startups sind Bankkredite aber nur schwer zugänglich, da sie meist nur an Unternehmen vergeben werden, die bereits positiven Cashflow erzielen, was bei Startups regelmässig nicht der Fall ist.

Auch Equity-Finanzierungsquellen sind für viele KMU und insbesondere Startups nur schwer zugänglich. Der Venture Capital-Markt wächst in der Schweiz zwar seit Jahren im zweistelligen Prozentbereich, bleibt aber mit Investitionen von CHF 2.3 Milliarden im 2019 im Verhältnis zum Schweizer Gesamtmarkt und anderen in diesem Bereich weiter entwickelten Staaten wie etwa die USA auch anteilmässig gering.⁷

Die erwähnte Entwicklung hin zu standardisierten, zentralisierten Börsen bietet v.a. für Grossunternehmen eine effiziente Finanzierungsquelle. Für Startups und KMU trifft dies hingegen nicht zu, da unabhängig von der Machbarkeit eines Börsengangs die Kosten und zeitlichen Anforderungen einer Neukotierung mittels IPO und der Aufrechterhaltung einer Kotierung sehr hoch sind. Es erstaunt somit nicht, dass die Anzahl Kotierungen im langjährigen Schnitt rückläufig ist. Zudem wiesen IPOs in den Jahren 2014–2018 ein durchschnittliches Volumen von CHF 623 Millionen auf, welches weit über der Grössenordnung von Startups und KMU liegt. Lediglich drei Börsengänge hatten ein Volumen von unter CHF 100 Millionen.⁸

⁶ Bruttoforderung gegenüber Unternehmen mit weniger als 250 Mitarbeitern; Schweizerische Nationalbank, Kreditvolumenstatistik (KRED), Daten per Ende Januar 2020.

⁷ Startupticker.ch, 7.

⁸ SIX, IPO History, Kotierungen an der Schweizer Börse, <https://www.six-group.com/exchanges/shares/companies/ipo/2019/overview_de.html>.

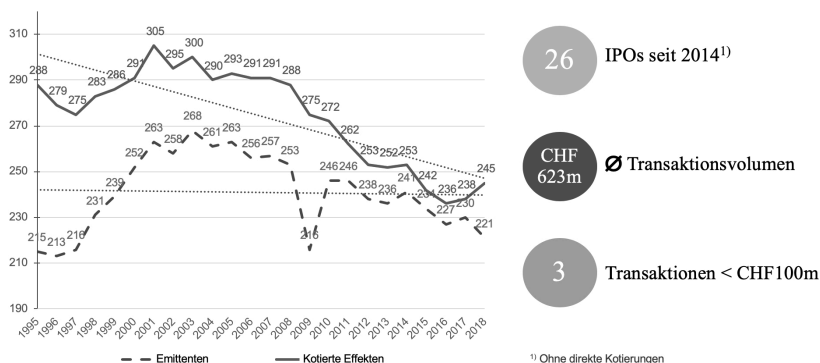


Abbildung 1 Emittenten und kotierte Effekten an der SIX

2. Wertschöpfungskette für digitale Vermögenswerte

Zur Finanzierung der unternehmerischen Aktivitäten von Startups und KMU besteht in der Ausgabe von tokenisierten Anlageinstrumenten erhebliches Potential. Wie zu zeigen sein wird, gilt dies sowohl für gesellschaftsrechtliche Eigenkapitalinstrumente (wie Aktien oder Partizipationsscheine) als auch für Instrumente des Fremdkapitals (wie Anleiheobligationen oder Schuldverschreibungen). Die Tokenisierung fördert die Weiterentwicklung des Kapitalmarkts denn auch von beiden Marktseiten her: Einerseits werden neue Anlageinstrumente geschaffen, die als digitale Vermögenswerte das Anlageuniversum für die Investoren erweitern. Andererseits dient die Tokenisierung der erleichterten Unternehmensfinanzierung und ergänzt traditionelle Angebote wie Bankkredite oder Venture Capital. Zudem verbessert die Tokenisierung der Anlageinstrumente aufgrund der verbesserten Handelbarkeit im Sekundärmarkt die Ausstiegsmöglichkeit für Investoren.

Diese Weiterentwicklung des Kapitalmarktes kann ihr volles Potential dann entfalten, wenn die gesamte Wertschöpfungskette für DLT-basierte digitale Vermögenswerte verfügbar ist. Die Tokenisierung umfasst die ersten Schritte dieser Wertschöpfungskette, nämlich die Ausgabe der Effekten auf der Blockchain und ihre Platzierung bei Investoren, und benötigt für eine breite Marktdurchsetzung auch einfache und sichere Verwahrungslösungen sowie anerkannte Handelsplätze mit effizienter und kostengünstiger Abwicklung von Transaktionen.

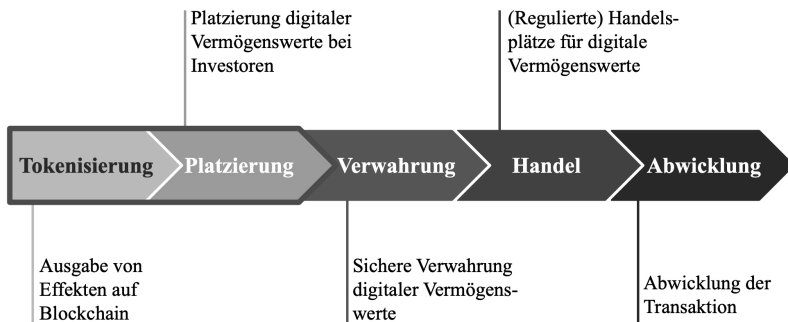


Abbildung 2 Wertschöpfungskette für digitale Vermögenswerte

3. Grundsätzliches zu DLT und Blockchain

Verteilte Register (*distributed ledgers*) sind keine neue Erfindung.⁹ Ihr Wesensmerkmal besteht darin, dass über bestimmte Vorgänge nicht zentral in einem einzigen Hauptregister, sondern dezentral an mehreren Orten gleichzeitig – verteilt – Buch geführt wird. Der Inhalt dieser verteilten Register wird in einem bestimmten Rhythmus synchron gehalten, was begriffsgemäss ohne zentrale Steuerung erfolgt. Mit dem Einsatz vernetzter Computer wurde die regelmässige Synchronisierung verteilter Register erleichtert, was den Aufschwung dieser Technologie verteilter elektronischer Register (*distributed ledger technology*; DLT) erst möglich machte.

Stark vereinfacht basieren moderne DLT-Infrastrukturen auf drei zentralen Elementen:

- Einer dezentral administrierten Datenbank;
- einem Peer-to-Peer Netzwerk; und
- einer starken Verschlüsselungstechnologie.

Die ersten zwei Elemente bestanden in ihrem Kern schon immer als Wesensmerkmal verteilter Register. Mit dem Einsatz von leistungsfähigen Computern trat die Verschlüsselung als neues Element hinzu und ist elementar für die mo-

⁹ VON DER CRONE/DERUNGS, 481, welche als Beispiel für verteilte Register Kerbhölzer aus vorchristlicher Zeit anführen.

dernen DLT-Applikationen. Erst die Einführung der Blockchain-Technologie, welche durch die exponentiell gewachsene verfügbare Rechenleistung möglich wurde¹⁰, hat der DLT zur praktischen Einsetzbarkeit verholfen.

Die Blockchain-Technologie ermöglicht die Aufzeichnung von Transaktionen in aufeinanderfolgenden Blöcken. Jeder Knotenpunkt (*node*) des Netzwerks speichert dabei eine Kopie der Blockchain. Die Nodes autorisieren die Transaktionen in einem komplexen mathematischen Verfahren (sog. *proof-of-work*-Verfahren), wobei jeweils eine bestimmte Anzahl autorisierter Transaktionen der Blockchain als Block hinzugefügt wird. Ist eine Blockchain so aufgebaut, dass jeder Teilnehmer zu einem Node werden kann, spricht man von einer öffentlichen Blockchain. Ist die Anzahl Nodes limitiert, handelt es sich um eine sog. *permissioned* oder *private* Blockchain. Die Integrität einer öffentlichen Blockchain ist nur bei einer genügend grossen Anzahl Nodes gesichert. Kontrolliert ein Teilnehmer einer Blockchain nämlich die Mehrheit aller Nodes, kann er die Blockchain übernehmen (sog. 51% Attack). Ein weiteres charakteristisches Element der Blockchain ist deren Verschlüsselung: Ein einmal hinzugefügter Block bleibt grundsätzlich unveränderbar.¹¹ Dabei stellt die (öffentliche) Blockchain einen Anwendungsfall der DLT dar.¹²

4. Vorteile der Tokenisierung

Digitale Netzwerke, über welche verschiedene Teilnehmer direkt oder indirekt miteinander interagieren können, können wirtschaftlich und rechtlich komplexe Prozesse, wie z.B. Handelstransaktionen, stark vereinfachen. Neben der erleichterten Kommunikation in Echtzeit wird gleichsam die Automatisierung von wiederkehrenden Vorgängen ermöglicht. Die weltweite Verbreitung des Internets und seine stetig anwachsende Übertragungskapazität und -stabilität ermöglicht einen immer grösser werdenden Kreis von potenziellen Teilnehmern in digitalen Netzwerken. Und trotz der Vielzahl an Teilnehmern kann aufgrund der digitalen Technik stets der Überblick über die Vorgänge gewahrt und eine direkte Interaktion zwischen den Teilnehmern gewährleistet werden. Die Tokenisierung erlaubt nun, diese Vorteile digitaler Netzwerke für die Weiterentwicklung des Kapitalmarkts nutzbar zu machen.

Bei der Tokenisierung wird ein Eintrag auf einer Blockchain – ein Token – mit einer Effekte verknüpft. Der Token und die Effekte bleiben dabei zwei separate Elemente, die aber derart miteinander verbunden sind, dass das eine Element

¹⁰ Mooresches Gesetz (*moore's law*).

¹¹ MACCABE, 13 ff., mit weiteren Hinweisen.

¹² IFFLAND/LÄSER, 416.

nicht ohne das andere übertragen werden kann¹³ (siehe im Einzelnen unten, III.1. und III.2.). Die klassische Übertragung einer Effekte erfordert etwa die physische Übergabe eines Aktienzertifikats¹⁴ oder die Umbuchung einer Bucheffekte beim Zentralverwahrer¹⁵ (siehe auch unten in diesem Abschnitt). Demgegenüber wird eine tokenisierte Effekte durch „Umbuchung“ eines Tokens mittels Erfassung eines neuen Eintrags in einem Block der Blockchain übertragen.

Sind die Effekten einmal auf einer Blockchain ausgegeben, bringt dies erhebliche Vorteile auch für die Emittentin mit sich. Der Kreis von möglichen Investoren bei Platzierung der Effekten ist stark vergrössert, und die Kontakte zu Investoren und künftigen Aktionären oder Inhabern von Anleiensobligationen werden vereinfacht (siehe auch unten, III.3.e)). Im Vergleich zu heutigen Abläufen ergeben sich auch erhebliche praktische Vereinfachungen:

- Erwirbt ein Private Equity-Investor heute eine Aktienbeteiligung an einer Schweizer Gesellschaft, werden verschiedene (papierbasierte) Schritte durchgeführt (u.a. Investment Agreement, (physisches) Closing mit Übergabe des Aktienzertifikats, VR-Beschlüsse, Registereinträge). Veräussert der Investor später einen Teil der Aktien (partieller Exit), müssen weitere (papierbasierte) Schritte durchgeführt werden (u.a. Vernichtung Aktienzertifikat, Neuausgabe von Aktienzertifikaten bzw. (sofern auf deren Ausgabe verzichtet wurde) schriftliche Abtretungserklärungen, VR-Beschlüsse, Registereinträge). Nach der Tokenisierung entfallen physische Schritte rund um Aktienzertifikate bzw. schriftliche Abtretungserklärungen und oft auch Registereinträge (zu Corporate Actions nach der Tokenisierung siehe unten, 3.b)).
- Selbst gegenüber börsenkotierten Effekten ergeben sich erhebliche Vereinfachungen und Kostensenkungen. Erwirbt heute z.B. ein australischer Investor Aktien eines in der Schweiz kotierten Unternehmens, benötigt dies zumindest drei Intermediäre. Der australische Investor erteilt den Auftrag einem australischen Broker (bzw. Bank), der den Auftrag via Korrespondenzbank in der Schweiz ausführt, worauf die SIX SIS als Zentralverwahrerin die Aktien (Bucheffekten) im Hauptregister umbucht. Diese verschiedenen Akteure sind aufgrund der heute auf zentralen Registern basierenden Börsenstruktur erforderlich. Zugang zu diesem System findet sich nur über Intermediäre – üblicherweise Banken. In der DLT-Welt wird der australische Investor die Aktien auf einer Handelsplattform direkt (oder

¹³ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 4.

¹⁴ Art. 684 Abs. 2 OR.

¹⁵ Art. 24 Abs. 1 lit. a BEG.

gegebenenfalls über seinen Broker) erwerben, woraufhin die Transaktion direkt im dezentralen Register verzeichnet wird. Weitere Intermediäre wie etwa Korrespondenzbanken sind nicht erforderlich, da das dezentrale Register direkt zugänglich ist. Transaktionskosten werden dadurch erheblich reduziert.

5. Herausforderungen und Entwicklung von Standards

Die Wertschöpfungskette von Ausgabe, Platzierung, Verwahrung, Handel und Abwicklung digitaler Vermögenswerte sollte möglichst in einer Weise verfügbar sein, in welcher die digitalen Prozesse unter Vermeidung von physischen Zwischenschritten (sog. Medienbrüchen) *end-to-end* umgesetzt werden. Dies bringt verschiedene Herausforderungen mit sich, wobei gesellschafts- und vertragsrechtliche, computertechnische und regulatorische Aspekte im Vordergrund stehen.

Auf Ebene der Gesellschaft sind etwa Corporate Actions, wie Kapitalmassnahmen (z.B. Kapitalerhöhungen, Aktiensplits und dergleichen) oder Dividendenzahlungen durchzuführen. Ziel sollte es sein, diese möglichst bereits im Smart Contract des Tokens (*on-chain*) vorzusehen und entsprechend automatisiert abzuwickeln. Dasselbe gilt für die wesentlichen Vereinbarungen auf Aktionärs-ebene, welche die Rechtsstellung des Aktionärs beeinflussen und bislang in Aktionärsbindungsverträgen (ABV) vorgesehen wurden, wie insbesondere sog. Übertragungsbeschränkungen und Mitverkaufsrechte (*tag along*) und -pflichten (*drag along*), die möglichst ebenfalls bereits im Smart Contract angelegt werden (siehe auch unten, III.3.b)). Gerade bei einer grösseren Anzahl von Aktionären ergeben sich durch die proaktive Programmierung und automatisierte Abwicklung solcher Beschlüsse und Vereinbarungen erhebliche Effizienzgewinne.

Aus computertechnischer Sicht bergen die Netzwerke der DLT-Infrastruktur über die gesamte Wertschöpfungskette, von der Programmierung der Smart Contracts über die Verwahrung der digitalen Vermögenswerte bis zu den DLT-Handelssystemen, verschiedene Unsicherheiten und Gefahren. Computersoftware ist fehleranfällig und kann zum Ziel von Cyberangriffen werden. Auch sind die betreffenden Codes und Algorithmen, im Gegensatz zu schriftlichen Verträgen und herkömmlichen Handelssystemen, für Laien technisch nicht nachvollziehbar. Die entsprechenden Unsicherheiten müssen durch Aufbau von Vertrauen in Funktionsfähigkeit und Sicherheit der Systeme und entsprechende Reputation kompensiert werden.

Im Kontext des nationalen und internationalen Aufsichtsrechts bestehen aufgrund der sprichwörtlichen Grenzenlosigkeit der DLT-Infrastrukturen erhebliche Herausforderungen auf der regulatorischen Ebene. Der pragmatische Ansatz der neuen Schweizer DLT-Gesetzgebung, die am 25. September 2020 vom Parlament verabschiedet wurde, bietet auf Basis ihrer Grundsätze von Technologieneutralität und Risikobasierung gute Chancen für Rechtssicherheit und ein verlässliches Fundament für die gesamte Wertschöpfungskette für digitale Vermögenswerte, von Tokenisierung über Platzierung bis Verwahrung, Handel und Abwicklung.¹⁶

Vertrauen der Marktteilnehmer in die Verlässlichkeit der DLT-Infrastrukturen braucht aber nicht nur Rechtssicherheit in Zivil- und Aufsichtsrecht, sondern ganz wesentlich auch die Entwicklung und Anwendung von gemeinsamen Standards, Modellen und Best Practice Empfehlungen in technischer, kommerzieller und rechtlicher Hinsicht. Private Organisationen und Akteure können hier einen wesentlichen Beitrag zur Weiterentwicklung und Marktreife der Wertschöpfungskette für digitale Vermögenswerte leisten.¹⁷

In der Schweiz wurden bislang u.a. folgende Standards publiziert:

- Leitlinien zum Tokenisierungsprozess für Emittenten und Investoren,¹⁸
- Leitlinien zur GwG-Compliance bei digitalen Vermögenswerten;¹⁹
- Standards für die sichere Verwahrung digitaler Vermögenswerte;²⁰
- Standards für rechtliche Attribute von Finanzkontrakten;²¹

¹⁶ Siehe zum Ganzen auch die der DLT-Gesetzgebung gewidmete Ausgabe von CapLaw 1/2020.

¹⁷ So etwa ist die CMTA (Capital Markets and Technology Association) ein unabhängiger gemeinnütziger Verband, gegründet von führenden Schweizer Akteuren aus den Sektoren Finanzen, Technologie und Recht, um gemeinsame Standards betreffend Ausgabe, Vertrieb und Handel von Effekten auf der DLT zu schaffen; siehe <<https://www.cmta.ch>>.

¹⁸ CMTA Blueprint for tokenization of shares; CVA Asset Tokenization.

¹⁹ CMTA AML Standards for Digital Assets; Schweizerische Bankiervereinigung, Leitfaden der SBVg zur Eröffnung von Firmenkonti für DLT-Unternehmen, 2. A., 2019.

²⁰ CMTA to publish common standards for the safe custody of digital assets, Pressemitteilung vom 13. November 2019, <<https://www.cmta.ch/news-articles/cmta-to-publish-common-standards-for-the-safe-cus-to-day-of-digital-assets>>.

²¹ ACTUS FRF, ACTUS Data Standard und ACTUS Algorithmic Standard, <<https://www.actus-frf.org/abo-ut>>.

- Vorlage für Emissionsprospekt zur Ausgabe digitaler Vermögenswerte;²² und
- Standards für die Entwicklung von Smart Contracts.²³

6. ICO vs. STO

Im Rahmen der sog. „*Financialisation*“ strebt die FinTech-Branche derzeit danach, Vermögenswerte aller Arten zu tokenisieren und damit zu mobilisieren und Investoren als digitale Vermögenswerte zugänglich zu machen. So sollen auch bislang immobile Vermögenswerte (wie z.B. Immobilien oder Infrastrukturanlagen) und nicht fungible, mobile Vermögenswerte (wie z.B. Kunstwerke oder seltene Musikinstrumente) als Investitionsobjekte einem breiten Publikum zugänglich gemacht werden.

Die Ausgabe tokenisierter Effekten (Security Token Offering, STO) ist von einem sog. Initial Coin Offering (ICO) begrifflich auseinanderzuhalten. Der Begriff ICO ist breiter und umfasst auch die Tokenisierung von vertraglich definierten Rechten (*bespoke contractual claims*), wie beispielsweise Ansprüche auf einen Anteil des Umsatzes oder des operativen Gewinns (z.B. EBIT). Im Rahmen eines STO werden bestimmte zugrundeliegende Vermögenswerte mit handelbaren Token verknüpft, wodurch Effekten ausgegeben werden. Der Begriff der Effekte ist breit und umfasst alle vereinheitlichten und zum massenweisen Handel geeigneten Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten (Art. 2 lit. b FinfraG). In der FINMA-Terminologie für Unterstellungsanfragen betreffend ICOs handelt es sich bei Token aus einem STO um Anlagetoken.²⁴

Dieser Beitrag fokussiert innerhalb der STO wiederum auf eine Untergruppe: Er behandelt die Tokenisierung und Platzierung sowie bestimmte Aspekte des Handels von gesetzlich geregelten und damit bestens bekannten Instrumenten des Eigenkapitals (wie Aktien oder Partizipationsscheinen) und des Fremdkapitals (wie Anleiheobligationen oder Schuldverschreibungen).

²² CMTA Model prospectus for tokenized shares.

²³ CMTA to publish smart contract for tokenized shares, Pressemitteilung vom 20. November 2019, <<https://www.cmta.ch/news-articles/cmta-to-publish-smart-contract-for-tokenized-shares>>.

²⁴ FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16. Februar 2018, 3.

III. Tokenisierung von Eigenkapital

1. Tokenisierung nach bisherigem Recht

Aktienrechtliche Instrumente können bereits unter geltendem Schweizer Recht tokenisiert, d.h. derart mit einem Token verknüpft werden, dass die Übertragung des einen Instruments immer auch die Übertragung des anderen bedingt, ohne dass die Effekte und der Token ein und dasselbe Instrument darstellen.²⁵ Da es sich also um zwei separate Instrumente handelt, ist zuerst die Effekte nach den Bestimmungen des anwendbaren Rechts auszugeben, d.h. für Instrumente des Eigenkapitals die Ausgabe von Aktien oder Partizipationsscheinen nach den aktienrechtlichen Regeln. Dieser Vorgang braucht hier nicht weiter vertieft zu werden.

Die Verknüpfung von Aktie und Token erfolgt einerseits auf einer technischen Ebene und andererseits auf einer rechtlichen Ebene:

- Auf der technischen Ebene wird ein Smart Contract auf einer Blockchain ausgegeben. Am meisten genutzt werden derzeit sog. ERC20-Smart Contracts²⁶ auf der Ethereum-Blockchain, also derselben Blockchain, auf welcher die Kryptowährung Ether basiert. Auch wenn eine Vielzahl weiterer technischer Lösungen denkbar ist, dürfte es regelmässig – nicht zuletzt aus Kostengründen – für die meisten Gesellschaften praktikabel sein, auf einem verbreiteten Standard wie ERC20 aufzusetzen.
- Auf der rechtlichen Ebene bereitet die Verknüpfung von Aktie und Token mit Blick auf die angestrebte Übertragung auf der Blockchain unter geltendem Recht gewisse Schwierigkeiten. Zuerst stellt sich die Frage der Qualifikation. Die Lehre vertritt mehrheitlich die Auffassung, dass Token keine Urkunden im Sinne von Art. 965 ff. OR darstellen.²⁷ Zwar schreibt das OR keine spezifische Form für die Urkunde vor, die physische Übertragung der Urkunde wird aber als begriffsnotwendiges Element der Urkundenqualität aufgefasst, was mit einem Token nicht möglich ist. Ebenso fällt die Qualifikation des Tokens als Bucheffekte ausser Betracht.²⁸ Die Entstehung von

²⁵ Siehe etwa VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, 3 ff.; MACCABE, 147 ff.; IFFLAND/LÄSER, 419 f.; VON DER CRONE/DERUNGS, 481 ff.

²⁶ CVA Asset Tokenization, 39.

²⁷ VON DER CRONE/DERUNGS, 483; MACCABE, 6 f.; IFFLAND/LÄSER, 419 f.; PASQUIER/AYER, 198; anderer Auffassung: Blockchain Taskforce, 6 ff.; WEBER/IACANGELO, 10.

²⁸ VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, 5; IFFLAND/LÄSER, 416.

Bucheffekten erfordert die Gutschrift in einem Effektenkonto durch eine Verwahrungsstelle (Art. 6 BEG), während bei der DLT als dezentrales System gerade keine solche Verwahrungsstelle gegeben ist.

Die überwiegende Lehre geht deshalb davon aus, dass unter geltendem Recht eine tokenisierte Aktie als Wertrecht im Sinne von Art. 973c OR zu qualifizieren ist.²⁹ Die Herausforderung bei den Wertrechten besteht darin, dass zu ihrer Übertragung eine schriftliche Abtretungserklärung erforderlich ist (Art. 973c Abs. 4 OR). Die Formerfordernisse der Schriftlichkeit gemäss Art. 14 OR können bei einer Übertragung auf der Blockchain jedoch nicht eingehalten werden.³⁰ Ein wesentlicher Teil der Lehre vertritt die Auffassung, dass sich Art. 973c OR nur auf die Abtretung ohne Mitwirkung des Emittenten bezieht, wobei die Schriftlichkeit zur Information des Emittenten diene. Sofern der Emittent an der Übertragung mitwirkt, wie z.B. durch die Ausgabe eines von ihm definierten Smart Contracts auf der Blockchain, zusammen mit einem entsprechenden, vom Verwaltungsrat des Emittenten genehmigten Übertragungsreglements, stelle die Übertragung des Tokens demgegenüber eine Vertragsübertragung dar, welche von den Parteien formfrei vereinbart werden kann.³¹ Dieser Auffassung wird in der Literatur zum Teil widersprochen,³² und da aktuell keine einschlägige Rechtsprechung besteht, verbleibt in diesem Punkt (der formgültigen Übertragung der betreffenden Wertrechte) unter bisherigem Recht eine gewisse Rechtsunsicherheit.³³

2. Tokenisierung gemäss DLT-Gesetzgebung

Am 27. November 2019 hat der Bundesrat die Botschaft zur Anpassung des Bundesrechts an die Entwicklung der Technik verteilter Register (DLT-Gesetzgebung) zuhanden des Parlaments verabschiedet.³⁴ Davor hatte der Bundesrat bereits im Dezember 2018 den Bericht zu den rechtlichen Rahmenbe-

²⁹ VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, 4 f.; VON DER CRONE/DERUNGS, 483 f.; IFFLAND/LÄSER, 420; wohl gleicher Meinung MACCABE, 147 ff.; neu auch CVA Asset Tokenization, 32 f.

³⁰ MACCABE, 114 ff., 149, mit weiteren Hinweisen.

³¹ VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, 11 ff., mit weiteren Hinweisen; VON DER CRONE/DERUNGS, 486.

³² PASQUIER/AYER, 199 f.

³³ MACCABE, 157.

³⁴ Botschaft des Bundesrates vom 27. November 2019 zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register, BBl 2020, 233 ff., 259.

dingungen für Blockchain und DLT im Finanzsektor publiziert.³⁵ Darin wurde festgestellt, dass der Schweizer Rechtsrahmen bereits heute gut geeignet sei, um mit neuen Technologien wie der DLT umzugehen, aber punktuell Handlungsbedarf bestehe, was mit der aktuellen Vorlage nun adressiert wird. Am 25. September 2020 verabschiedete das Parlament die DLT-Gesetzgebung mit nur geringfügigen Änderungen gegenüber der Vorlage des Bundesrates.³⁶ Das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) hat am 19. Oktober 2020 die Vernehmlassung zur zugehörigen Mantelverordnung gestartet.³⁷

Aus zivilrechtlicher Sicht ist die Einführung eines neuen Registerwertrechts der Kernpunkt der Vorlage. Als wesentliche Neuerung sieht Art. 973f revOR vor, dass die Übertragung des Registerwertrechts nach den Regeln der Registrierungsvereinbarung erfolgt. Der Emittent kann somit bei Ausgabe des Smart Contracts und Verknüpfung mit der Effekte vorsehen, dass die Übertragung der Effekte durch Übertragung des Tokens erfolgt.³⁸ Damit wird für die Marktteilnehmer die notwendige Rechtssicherheit geschaffen.

Im Übrigen ist das neue Registerwertrecht dem bereits bestehenden Wertrecht ähnlich ausgestaltet, wobei Letzteres der Klarheit halber in „einfaches Wertrecht“ umbenannt wird. Als wohl wesentlichster Unterschied zum einfachen Wertrecht soll das Registerwertrecht alle Funktionen eines Wertpapiers erfüllen.³⁹

- *Transportfunktion*: Das Registerwertrecht ist so ausgestaltet, dass damit Rechte manipulationsresistent mit Rechtswirkung abgebildet und übertragen werden können. Das Register übernimmt somit eine Transportfunktion.
- *Legitimationsfunktion*: Die Parteien können in der Registrierungsvereinbarung vorsehen, dass die mit dem Token verbundenen Rechte nur über das Register geltend gemacht und übertragen werden können. Wer im Register

³⁵ Bundesrat will Rahmenbedingungen für Blockchain/DLT weiter verbessern, Pressemitteilung vom 14. Dezember 2018, <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-73398.html>>.

³⁶ Parlament verabschiedet 22 Vorlagen, SDA-Meldung vom 25. September 2020, https://www.parlament.ch/de/services/news/Seiten/2020/20200925102019419194158159041_bsd050.aspx.

³⁷ Vernehmlassung zur Mantelverordnung im Bereich Blockchain gestartet, Pressemitteilung vom 19. Oktober 2020, <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-80775.html>.

³⁸ KRAMER/MEIER, DLT Draft Law, 9.

³⁹ BBl 2020, 259.

als berechtigt ausgewiesen wird, gilt als berechtigt (Art. 973e Abs. 1 und 2 revOR). Die Parteien dürfen sich somit auf das Register verlassen, womit es auch eine Legitimationsfunktion übernimmt.

- **Verkehrsschutzfunktion:** Wer gutgläubig ein Registerwertrecht erwirbt, soll in diesem Erwerb geschützt sein, und es sind nur wenige vorbestimmte Einreden des Schuldners zulässig (Art. 973e Abs. 3 und 4 revOR). Das Register übernimmt somit eine Verkehrsschutzfunktion, ähnlich einem Wertpapier öffentlichen Glaubens.

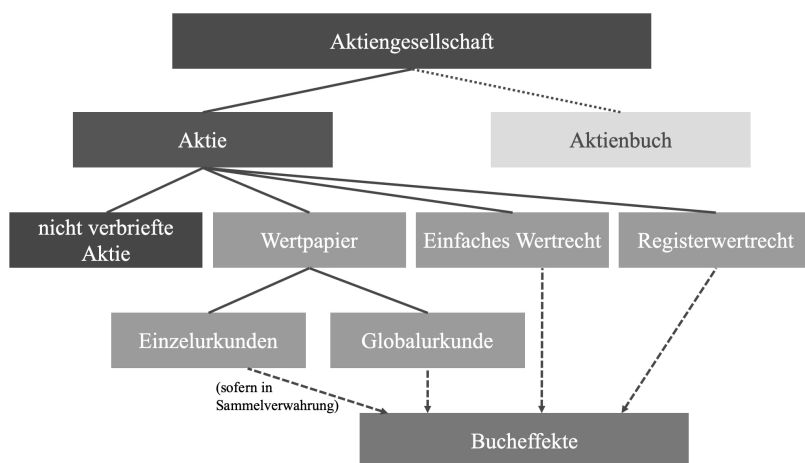


Abbildung 3 Arten der Verbriefung von Aktien (wertpapierrechtliche Sicht)

Insgesamt ist das Registerwertrecht in seiner Funktion viel näher beim traditionellen Wertpapier als das einfache Wertrecht. Entsprechend ist nur konsequent, dass für das Registerwertrecht ein Verfahren zur Kraftloserklärung analog zu den Wertpapieren vorgesehen ist (Art. 973h revOR). Gemäss Botschaft soll das Verfahren zur Kraftloserklärung explizit auch bei Verlust des sog. *private keys*, ohne den ein Zugang zu den eigenen Token grundsätzlich nicht mehr möglich ist, Anwendung finden.⁴⁰

Eine weitere Besonderheit ist die vorgesehene Haftung des Schuldners (d.h. des Emittenten) für alle Schäden, die dem Erwerber durch unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben entsteht, sofern der Schuldner nicht nachweist, dass er die erforderliche Sorg-

⁴⁰ BBl 2020, 288.

falt angewendet hat (Art. 973i revOR).⁴¹ Gemäss Botschaft soll damit auch der Fall abgedeckt sein, dass das Register die gesetzlichen Anforderungen nicht erfüllt und damit die wertpapierähnlichen Wirkungen nie eingetreten sind.⁴²

3. Praktischer Ablauf der Tokenisierung von Eigenkapital

Die Tokenisierung von Aktien und Partizipationsscheinen ist wie erwähnt bereits *de lege lata* zulässig. Die heutige Rechtsunsicherheit betreffend Formgültigkeit der Übertragung tokenisierter Aktien wird mit der DLT-Gesetzgebung beseitigt, sodass schon bald mit steigendem Interesse an einer Tokenisierung zu rechnen ist.

Die CMTA hat bereits im Oktober 2018 einen Leitfaden zur Tokenisierung von Aktien und Partizipationsscheinen veröffentlicht.⁴³ Selbst anfänglich kritisch eingestellte Marktakteure teilen mittlerweile die zentralen Aussagen des CMTA Blueprints,⁴⁴ weshalb dieser aktuell als faktischer Standard im derzeit noch überschaubaren Markt für Tokenisierung von Aktien und Partizipationsscheinen nach geltendem Schweizer Recht angesehen werden darf. Auf Basis dieses CMTA Standards haben bereits verschiedene Unternehmen tokenisierte Aktien oder Partizipationsscheine ausgegeben.⁴⁵

Nachfolgend wird die Tokenisierung von Aktien und Partizipationsscheinen gemäss dem CMTA Blueprint übersichtsartig dargestellt, wobei jeweils auch aufgezeigt wird, welche Änderungen mit der neuen DLT-Gesetzgebung zu erwarten sind.

Zur Tokenisierung sind die nachfolgend beschriebenen acht Schritte erforderlich:⁴⁶ (a) Anpassung der gesellschaftsrechtlichen Dokumente, (b) Vorbereitung des Smart Contracts, (c) Vorbereitung der Angebotsdokumentation, (d) Ausgabe der Aktien, (e) Einholen der Blockchain-Adressen der Investoren, (f) Beschluss des Verwaltungsrates, (g) Ausrollen des Smart Contracts auf der Blockchain, und (h) Zuordnung der Token an die Aktionäre.

⁴¹ KRAMER/MEIER, Tokenisierung, 71 f., mit weiteren Hinweisen.

⁴² BBl 2020, 260.

⁴³ CMTA Blueprint for tokenization of shares.

⁴⁴ CVA Asset Tokenization, 18.

⁴⁵ Gemäss öffentlich verfügbaren Information sind dies derzeit Tokenestate SA mit Sitz in Neuenburg und die Mt Pelerin Group SA mit Sitz in Genf, siehe <<https://www.mtpelerin.com/docs/a-swiss-startup-issues-the-first-tokenized-shares-on-the-blockchain.pdf>> und <<https://www.cmta.ch/news-articles/cmta-to-publish-smart-contract-for-tokenized-shares>>.

⁴⁶ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 6 ff.

a) *Anpassung der gesellschaftsrechtlichen Dokumente*

Nach geltendem Recht ist die Ausgabe von Wertrechten nach Art. 973c OR ohne Weiteres zulässig, es sei denn die Statuten sehen explizit eine Ausgabe als Wertpapiere vor. Sollten die Statuten eine solche Pflicht vorsehen, ist diese Bestimmung mittels Statutenänderung aufzuheben. Ebenso sollte ein allfällig in den Statuten vorgesehenes Recht der Aktionäre auf Verbriefung der Aktien aufgehoben werden. Sodann sollte dem Verwaltungsrat explizit die Kompetenz eingeräumt werden, ein Reglement über die Anerkennung als Aktionär zu erlassen. Gestützt hierauf kann der Verwaltungsrat ein Reglement erlassen, wonach einzig ins Aktienbuch eingetragen wird, wer die mit der betreffenden Aktie verknüpfte Blockchain-Adresse vorweisen kann.⁴⁷ Soweit die Identifikation der *beneficial owners* gewünscht oder erforderlich ist, ist zudem angezeigt, in den Statuten die Registrierung von *nominees* als Aktionäre zu untersagen⁴⁸.

Unter neuem Recht ist vorgesehen, dass sowohl für die Ausgabe von einfachen Wertrechten als auch von (für die Tokenisierung relevanten) Registerwertrechten eine entsprechende Ermächtigung in den Statuten erforderlich ist (Art. 622 Abs. 1 revOR).⁴⁹ Damit wird in jedem Fall eine Statutenänderung notwendig sein.

b) *Vorbereitung des Smart Contracts*

Auf technischer Ebene ist der Smart Contract vorzubereiten. Wichtig ist, dass der Smart Contract die Bestimmungen des Schweizer Aktienrechts einhält, z.B. dass Aktien (wegen der Unteilbarkeit des Stimmrechts) nicht geteilt werden dürfen.⁵⁰ Aus technischer Perspektive wird üblicherweise eine bereits bestehende Blockchain (z.B. die Ethereum- oder die Tezos-Blockchain) gewählt, wobei die Ethereum-Blockchain am meisten verwendet wird, üblicherweise basierend auf dem sog. ERC20-Token Standard (siehe oben, II.3.).⁵¹ Als Ergänzung des ERC20-Standards hat die CMTA jüngst den CMTA20-Token in *open source* veröffentlicht,⁵² was als Standard-Implementation zu begrüßen ist, da sie Aufwand und Kosten für die Unternehmen reduzieren kann. Aktuell sind

⁴⁷ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 6 und Appendix 2, welcher ein Musterreglement enthält.

⁴⁸ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 7.

⁴⁹ BBl 2020, 274.

⁵⁰ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 7 und Appendix 4.

⁵¹ CVA Asset Tokenization, 39.

⁵² CMTA, CMTA to publish smart contract for tokenized shares, Pressemitteilung vom 20. November 2019, <<https://www.cmta.ch/news-articles/cmta-to-publish-smart-contract-for-tokenized-shares>>.

allerdings noch gewisse Fragen zu beantworten. So wurden etwa die im CM-TA20-Standard vorgesehenen Vorrechte des Emittenten, wie z.B. die Rechte Token zu löschen oder neu zuzuweisen, teilweise kritisiert.⁵³

Bei der Ausgestaltung des Smart Contracts müssen verschiedene zentrale Weichenstellungen getroffen werden. So muss der Emittent entscheiden, wie er Corporate Actions wie z.B. Dividendenzahlungen handhaben möchte. Grundsätzlich bestehen zwei Möglichkeiten: *off-chain* oder *on-chain*. Bei der *off-chain* Variante erfolgt die Dividendenzahlung in herkömmlichem Fiatgeld, d.h. in Schweizer Franken auf ein Bankkonto. Bei der *on-chain* Variante erfolgt die Auszahlung direkt auf der Blockchain, also z.B. in Ether wenn der Smart Contract auf der Ethereum-Blockchain ausgegeben wurde. Beim heutigen Stand der Standardisierung erscheint die Handhabung *off-chain* vorerst einfacher. Andere Corporate Actions wie z.B. Kapitalmassnahmen (Kapitalerhöhungen oder Aktiensplits) sollten demgegenüber stets auf der Blockchain ausgeführt werden.⁵⁴

Auch betreffend Aktionärsbindungsverträge (ABV) besteht die Möglichkeit, diese *off-chain* (auf Papier) oder *on-chain* (*hard-wired*) zu handhaben. Künftig ist wie erwähnt anzustreben, dass wesentliche Elemente von ABV (einschliesslich etwaiger *drag-along* und *tag-along* Rechte) auf der Blockchain automatisiert werden können (siehe auch oben, II.5.). Dafür wird u.a. wesentlich sein, dass baldmöglichst sowohl technische als auch rechtliche Standards für derart erweiterte Smart Contracts entwickelt werden.⁵⁵

In Lehre und Praxis wurden *de lege ferenda* teilweise weitgehende Anforderungen an die Ausgabe von Aktien auf der Blockchain gestellt, u.a. ein sog. Token-Audit, d.h. eine unabhängige Überprüfung des Smart Contracts vor dessen Roll-out.⁵⁶ Im Vorentwurf der DLT-Gesetzgebung waren gewisse Mindestanforderungen an das Register, wie eine geschützte Integrität und die jederzeitige Einsichtbarkeit durch die Parteien (Art. 973d Abs. 2 VE-OR), und zudem eine Verordnungskompetenz des Bundesrats zur Festlegung weiterer Mindestanforderungen (Art. 973d Abs. 3 VE-OR) vorgesehen. Im Entwurf hat der Bundesrat auf die Verordnungskompetenz verzichtet, die Anforderungen an das Wertrechtregister aber wie folgt detailliert und verschärft.⁵⁷

⁵³ CVA Asset Tokenization, 39 f.; Swiss Blockchain Federation, 6.

⁵⁴ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 7.

⁵⁵ Siehe dazu CMTA to publish smart contract for tokenized shares, Pressemitteilung vom 20. November 2019, <<https://www.cmta.ch/news-articles/cmta-to-publish-smart-contract-for-tokenized-shares>>.

⁵⁶ Blockchain Taskforce, 12 f.

⁵⁷ KRAMER/MEIER, Tokenisierung, 62 ff., mit weiteren Hinweisen.

- Das Wertrechteregister vermittelt den Gläubigern, nicht aber dem Schuldner, mittels technischer Verfahren die Verfügungsmacht über ihre Rechte;
- die Integrität ist durch angemessene technische und organisatorische Massnahmen, wie u.a. gemeinsame Verwaltung durch mehrere voneinander unabhängige Beteiligte, gegen unbefugte Veränderungen geschützt;
- der Inhalt der Rechte, die Funktionsweise des Registers und die Registrierungsvereinbarung sind im Register oder in damit verknüpften Begleitdaten festgehalten; und
- die Gläubiger können die sie betreffenden Informationen und Registereinträge einsehen sowie die Integrität des sie betreffenden Registerinhalts ohne Zutun Dritter überprüfen.

Dieser prinzipienbasierte Ansatz ist zu begrüssen und die Voraussetzungen dürften bei Smart Contracts (z.B. basierend auf ERC20-Standard) auf öffentlichen Blockchains, welche *proof-of-work*-Verfahren anwenden (z.B. Ethereum), eingehalten werden können. Gemäss Bundesrat soll dies auch für weitere öffentliche Blockchains, welche für die Autorisierung weiterer *blocks* das noch wenig verbreitete, weniger ressourcen-intensive *proof-of-stake*-Verfahren anwenden, ebenso wie für bestimmte *permissioned* Blockchains (z.B. Corda), möglich sein.⁵⁸

So scheint der CMTA Blueprint mit den neuen gesetzlichen Anforderungen weitgehend kompatibel zu sein. Dies gilt auch für die Empfehlung, eine unabhängige Überprüfung des Smart Contracts vornehmen zu lassen,⁵⁹ obwohl oder gerade weil keine gesetzliche Verpflichtung dazu vorgesehen ist. Demgegenüber ist unklar, ob die oben erwähnten weitgehenden Vorrechte des Emittenten im CMTA20-Token mit der Anforderung, dass der Schuldner keine Verfügungsmacht über die Token haben darf, vereinbar sind. Dies wird noch genauer zu analysieren sein, wobei ein vollständiger Verzicht, z.B. um kraftlos-erklärte Token ersetzen zu können, unrealistisch scheint.⁶⁰ Für Unternehmen, die noch unter geltendem Recht eine Tokenisierung beabsichtigen, empfiehlt es sich jedenfalls, dem Emittenten nur limitiert Vorrechte einzuräumen.

c) Vorbereitung der Angebotsdokumentation

Wer in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet, ist grundsätzlich verpflichtet, vorgängig einen Prospekt zu veröf-

⁵⁸ Siehe dazu auch KRAMER/MEIER, Tokenisierung, 70.

⁵⁹ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 7.

⁶⁰ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 7.

fentlichen (Art. 35 Abs. 1 FIDLEG),⁶¹ wobei weitgehende Ausnahmen von dieser Prospektpflicht vorgesehen sind (Art. 36 und 37 FIDLEG). So ist etwa davon ausgenommen, wenn sich ein öffentliches Angebot nur an professionelle Anleger oder weniger als 500 Anleger richtet, wenn nur Investments von mindestens CHF 100'000 akzeptiert oder wenn über einen Zeitraum von 12 Monaten insgesamt nicht mehr als CHF 8 Millionen entgegengenommen werden (Art. 36 Abs. 1 FIDLEG). Gerade Startups und KMU dürften diese Ausnahmen regelmässig beanspruchen können.

Für die Schweiz ist es ein Novum, dass eine Prüfung des Prospekts betreffend Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit durch privat organisierte, von der FINMA zugelassene Prüfstellen vorgesehen wurde (Art. 51 ff. FIDLEG). Die FINMA hat mit Wirkung per 1. Juni 2020 sowohl der SIX Swiss Exchange Regulation AG als auch der BX Swiss AG eine entsprechende Bewilligung erteilt.⁶² Die Pflicht zur Veröffentlichung eines genehmigten Prospekts gemäss FIDLEG gilt nach Ablauf von sechs Monaten seit der Zulassung einer Prüfstelle durch die FINMA, d.h. ab dem 1. Dezember 2020 (Art. 109 Abs. 1 FIDLEG).

Für Emittenten von tokenisierten Aktien oder Partizipationsscheinen, welche der Prospektpflicht unterliegen, hat die CMTA eine Prospektvorlage veröffentlicht.⁶³ Diejenigen Unternehmen, welche für ihr STO eine Ausnahme von der Prospektpflicht beanspruchen, werden üblicherweise eine Angebotsdokumentation in Form eines Information Memorandums oder White Papers vorbereiten. Im Falle von unrichtigen oder irreführenden Informationen kann, wie bei einem Prospekt, allerdings auch hier unter Umständen eine Haftung⁶⁴ greifen.⁶⁵ Mit Blick auf etwaige Ansprachen von ausländischen Investoren sind

⁶¹ Die Anforderungen an den Inhalt eines Prospekts sind in Art. 40 ff. FIDLEG und der FIDLEV detailliert geregelt. Die FIDLEV enthält in den Anhängen Schemata für den Mindestinhalt von Prospekten, jeweils separat für Beteiligungspapiere, Forderungspapiere, Derivate und Immobiliengesellschaften.

⁶² FIDLEG-Umsetzung: FINMA-Zulassung der Prospektprüfstellen, Pressemitteilung vom 28. Mai 2020, <<https://www.finma.ch/de/news/2020/05/20200528-mm-prospektpruefstellen>>.

⁶³ CMTA, Developed to be compliant with the new Swiss prospectus regime, the CMTA's Model Prospectus helps Swiss companies achieve legal compliance when offering equity securities to the public in Switzerland, Pressemitteilung vom 19. Februar 2020, <<https://www.cmta.ch/news-articles/cmta-releases-model-prospectus-for-the-public-offering-of-tokenized-shares>>.

⁶⁴ Haftung für unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben in Prospekten, im Basisinformationsblatt oder ähnlichen Mitteilungen (Art. 69 Abs. 1 FIDLEG).

⁶⁵ Siehe auch CMTA Blueprint for tokenization of shares, 8.

Prüfungen der jeweiligen nationalen Regeln vorzunehmen und gegebenenfalls Angebotsbeschränkungen (*selling restrictions*) für die betreffenden Länder vorzusehen.

d) *Ausgabe der Aktien*

Die Aktien werden wie oben beschrieben mit Token auf der Blockchain verknüpft (siehe oben, III.1. und III.2.). Dabei können tokenisierte und andere (z.B. verbriefte oder als einfache Wertrechte neuen Rechts ausgegebene) Aktien koexistieren.

Keine Schwierigkeiten bereitet die Tokenisierung bereits ausgegebener Aktien, z.B. solcher im Eigenbestand des Emittenten. Werden hingegen neu auszugebende Aktien tokenisiert, sollte die Tokenisierung von Anfang an berücksichtigt werden. So empfiehlt es sich, die Aktien als Wertrechte (bzw. als Registerwertrechte neuen Rechts) auszugestalten, wobei das Wertrechtbuch unter geltendem Recht zusätzlich zur Blockchain klassisch auf Papier geführt wird.⁶⁶ Eine solche doppelte Registerführung dürfte sich mit dem neuen Recht erübrigen, da die Rechte im DLT-basierten Wertrechtregister geführt werden (Art. 973d Abs. 1 und Abs. 2 revOR).

Zwar entfällt damit die doppelte Registerführung, doch wirft dies insofern neue Fragen auf, als bei nicht-börsenmässiger Übertragung vinkulierter Namenaktien der Eigentumsübergang erst nach Anerkennung des Aktionärs durch den Verwaltungsrat erfolgt (Art. 685c OR). Dies scheint unter neuem Recht nur möglich, wenn die Übertragungsbeschränkungen direkt auf der Blockchain implementiert werden, z.B. durch sog. *White Listing* jedes anerkannten Aktionärs. Gemäss Botschaft sind die Gesellschaften dafür verantwortlich, dass die Registertechnologie so gewählt wird, dass in solchen Fällen „keine Übertragung einer solchen Namenaktie stattfinden kann, ohne dass die Gesellschaft vorgängig zugestimmt hat“.⁶⁷

Unter bisherigem Recht sollte bereits bei der Zeichnung der Aktien die (ausdrückliche) Zustimmung der (künftigen) Aktionäre zur Tokenisierung eingeholt werden.⁶⁸ Da unter neuem Recht sowohl die Tokenisierung als auch die Übertragung der Aktien über die Blockchain bereits im Gesetz vorgesehen sein

⁶⁶ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 8 und Appendix 7, welcher hierfür eine Vorlage enthält.

⁶⁷ BBl 2020, 274.

⁶⁸ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 8 und Appendix 8, welcher hierfür eine Textvorlage enthält.

werden (siehe Art. 973d und 973f revOR), kann diese Zustimmung durch eine Registrierungsklausel ersetzt werden, die im Wesentlichen einer Wertpapierklausel bei der Ausgabe von Wertpapieren nachgebildet ist.⁶⁹

e) *Einholen der Blockchain-Adressen der Investoren*

Die Zuweisung der Tokens an individuelle Aktionäre erfordert die Einholung von deren Blockchain-Adressen. Soweit neue Aktien an bestehende Aktionäre zugeteilt werden, dürften diese bereits bekannt sein. Soweit neue Aktionäre angesprochen werden sollen, müssen deren Adressen zuerst eingeholt werden. Aus praktischer Sicht wird im selben Schritt zugleich die Identifikation der Aktionäre vorgenommen, soweit dies nach den Bestimmungen der anwendbaren Geldwäschereigesetzgebung und des anwendbaren Sanktionsregimes erforderlich ist.⁷⁰ Die FINMA hat sich bislang zwei Mal zur Anwendbarkeit der Geldwäschereigesetzgebung auf Token geäußert, zuerst im Februar 2018 in der Wegleitung betreffend ICOs und dann im August 2019 in der Aufsichtsmitteilung zum Zahlungsverkehr auf der Blockchain. Gerade für Startups dürfte allerdings der Leitfaden der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Eröffnung von Firmenkonti für DLT-Unternehmen von grösserer Bedeutung für die Tokenisierung sein.⁷¹ Die darin aufgestellten Anforderungen gehen in wesentlichen Punkten über die gesetzlichen Anforderungen hinaus. So wird z.B. angenommen, dass jedes Token emittierende Unternehmen dem Geldwäschereigesetz untersteht, solange das Unternehmen nicht das Gegenteil darlegt (Ziff. 3.4). Weiter wird empfohlen, bei der Unternehmensfinanzierung mit Kryptowährungen den GwG-Standard auch dann anzuwenden, wenn das Unternehmen nicht dem GwG untersteht (Ziff. 4.6). Solche Herausforderungen sind bei der Tokenisierung von Aktien früh im Prozess einzuplanen.

Das Unternehmen, welches Aktien tokenisieren möchte, kann bei der Zeichnung der Aktien die Einlage in Kryptowährung entgegennehmen. Üblicherweise bietet sich diejenige Kryptowährung an, welche auf derselben Blockchain basiert, wie der Smart Contract zur Tokenisierung (z.B. Ether bei einer Tokenisierung mit ERC20-Token). Hingegen können die Einlagen auch in klassischem Fiatgeld entgegengenommen werden, was mit Stand heute gerade mit Blick auf die erwähnten SBVg-Empfehlungen einfacher erscheint. Sollte das Aktienkapital in Kryptowährung einbezahlt werden, sind aktuell zudem die Anforderungen der Sacheinlage (Art. 628 und 634 OR) einzuhalten. Aufgrund der ho-

⁶⁹ BBl 2020, 276; KRAMER/MEIER, Tokenisierung, 66 f., mit weiteren Hinweisen.

⁷⁰ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 8 f.

⁷¹ Im August 2019 bereits in 2. Auflage publiziert, Schweizerische Bankiervereinigung, Leitfaden der SBVg zur Eröffnung von Firmenkonti für DLT-Unternehmen, 2. A., 2019.

hen Volatilität der meisten Kryptowährungen ist dabei auch die latente Gefahr einer kurzfristig eintretenden Überschuldung (Art. 725 OR) zu berücksichtigen, sofern die Gesellschaft nicht auch andere Aktiva hält.

f) Beschluss des Verwaltungsrates

Vorbehalten entgegenstehender Statutenbestimmungen liegt es in der Kompetenz des Verwaltungsrates (Art. 716 OR), nach gültiger Ausgabe der Aktien eine Tokenisierung zu beschliessen, wonach die ausgegebenen Aktien mit entsprechenden Token verknüpft werden.⁷² Dies wird bislang im selben Reglement konkretisiert, welches auch die Anerkennung von Aktionären regelt (siehe oben, III.3.a)). Unter künftigem Recht wird die Registrierungsvereinbarung diese Funktion einnehmen (Art. 973d Abs. 1 und 973f Abs. 1 revOR), sodass ein separates Reglement nicht mehr notwendig erscheint.⁷³

g) Ausrollen des Smart Contracts auf der Blockchain

Das Ausrollen des Smart Contracts ist ein technischer Schritt, der auf der Blockchain erfolgt. In Abhängigkeit von der durch den Emittenten gewählten Blockchain sind verschiedene technische Schritte notwendig, und es fallen unterschiedliche Kosten an.⁷⁴ Soweit die gewählte Blockchain die gesetzlichen Anforderungen erfüllt (siehe oben, III.3.b)), sind aus Sicht des neuen Rechts diesbezüglich keine Änderungen ersichtlich.

h) Zuordnung der Token an die Aktionäre

Zum Abschluss werden die tokenisierten Aktien den Aktionären, welche die betreffende Einlage geleistet haben, zugeordnet. Bei Entgegennahme der Einlage in Kryptowährung kann dieser Schritt über den Smart Contract automatisiert erfolgen.⁷⁵

⁷² IFFLAND/LÄSER, 420; CMTA Blueprint for tokenization of shares, 9.

⁷³ KRAMER/MEIER, DLT Draft Law, 9.

⁷⁴ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 9.

⁷⁵ CMTA Blueprint for tokenization of shares, 9.

IV. Tokenisierung von Fremdkapital

I. Grundsätzliches

Neben der Tokenisierung von Eigenkapital-Instrumenten wie Aktien und Partizipationsscheinen ist auch eine Tokenisierung von Fremdkapital, namentlich von Anleihen denkbar. Während sich Literatur und Praxis in der Schweiz bislang auf die Tokenisierung von Eigenkapital fokussierten, äussert sich die Crypto Valley Association in ihrem Asset Tokenisation Paper vom 15. Dezember 2019 als eine der wenigen spezifischen Publikationen auch zur Tokenisierung von Anleihen.⁷⁶ Den Autoren ist aber keine bislang erfolgte Tokenisierung von Fremdkapital-Instrumenten unter Schweizer Recht bekannt, während im Ausland bereits einige Anleihen auf der Blockchain ausgegeben wurden.⁷⁷

Wirtschaftlich erscheint die Tokenisierung von Anleihen durchaus attraktiv.⁷⁸ Für die Vorteile kann im Wesentlichen auf die allgemeinen Ausführungen zur Tokenisierung verwiesen werden (siehe oben, II.4.), wobei spezifische Möglichkeiten und Vorteile der Tokenisierung vom Fremdkapital gegenüber Eigenkapitalinstrumenten hinzukommen. So kann eine Verbriefung (*securitisation*) durch Verpackung mehrerer Kredite in ein Fremdkapitalinstrument, welches sodann auf der Blockchain ausgegeben wird, vorgenommen werden. Zudem können Anleihen im Gegensatz zu Aktien (siehe III.3.b) oben) bis zu kleinsten Nennwerten geteilt werden (*infinite fractionalisation*), was Schwarmfinanzierungen begünstigt.

Anleiheobligationen unterstehen den Bestimmungen von Art. 1156 ff. OR. Sie können als Wertpapiere im Sinne von Art. 965 ff. OR verbrieft oder als Wertrechte ausgegeben werden (Art. 973c Abs. 1 OR). Analog zum Eigenkapital können also auch Fremdkapital-Instrumente als Wertrechte auf der Blockchain ausgegeben werden (siehe oben, III.1. und III.2.). Auch die praktische Umsetzung erfolgt in den wesentlichen Aspekten analog dem Vorgehen bei der Tokenisierung von Eigenkapital (siehe oben, III.3.).

Zum neuen Recht sieht die DLT-Gesetzgebung explizit vor, dass alle Rechte, die bereits heute als Wertpapiere verbrieft werden können, auch

⁷⁶ CVA Asset Tokenization, 20 ff.

⁷⁷ Unter anderem durch Daimler 2017, Sberbank und BBVA 2018 sowie Société Générale und Santander 2019; siehe CVA Asset Tokenization, 25.

⁷⁸ Siehe auch CVA Asset Tokenization, 23.

als Registerwertrechte ausgegeben werden können.⁷⁹ So können auch Schuldbriefe und Anleihenstiel mit Grundpfandberechtigung als Registerwertrechte tokenisiert werden.⁸⁰

2. Zwei Arten der Tokenisierung von Fremdkapital

Analog der Vielzahl bestehender Finanzprodukte sind auch bei der Tokenisierung von Fremdkapital unterschiedliche Ansätze denkbar. Im Kern ist insbesondere die Unterscheidung zwischen direkter und indirekter Tokenisierung bedeutsam.

Bei der direkten Tokenisierung begibt eine Gesellschaft ein Fremdkapitalinstrument (z.B. eine Anleihe) und tokenisiert dieses, wodurch es mit einem Token derart verbunden wird, dass es nur noch mittels Token übertragen werden kann und umgekehrt (siehe dazu oben, III.1.). Bei diesem Modell sind Emittent und Fremdkapitalnehmer identisch und die Investoren stehen in direktem Verhältnis mit der zu finanzierenden Gesellschaft. Dies scheint z.B. für etablierte KMU, die bisher primär über Bankkredite finanziert sind, eine interessante Option zu sein.

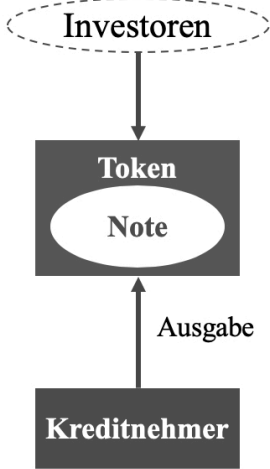
Bei der indirekten Tokenisierung von Fremdkapitalinstrumenten tritt zwischen die Investoren und die zu finanzierende(n) Gesellschaft(en) ein Kreditgeber,⁸¹ der Kredite an die Gesellschaft(en) vergibt (z.B. mehrere Kreditnehmer/Startups einer bestimmten Branche). Der Kreditgeber begibt sodann eine tokenisierte Anleihe, welcher ein gesamtes Paket von mehreren Kreditforderungen zugrunde liegt. In diesem Modell fallen Emittent und Fremdkapitalnehmer auseinander und die Investoren haben kein direktes Verhältnis mit den zu finanzierenden Gesellschaften.

⁷⁹ BBl 2020, 276.

⁸⁰ BBl 2020, 277.

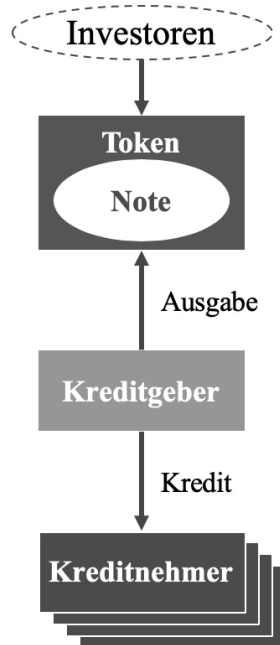
⁸¹ Z.B. ein Venture Capital-Fund oder eine Bank, wobei in der Praxis zumeist eine Zweckgesellschaft (special purpose vehicle) zwischengeschaltet werden dürfte, sodass die Kreditforderungen aus der Bilanz des Funds bzw. der Bank entfernt werden können.

Direkte Tokenisierung



**Kreditnehmer gibt
Debt Token auf
Blockchain aus**

Securitisation



**Kreditgeber 'verpackt'
mehrere Kredite in Debt
Instrument und gibt Token
auf Blockchain aus**

Abbildung 4 Direkte und indirekte Tokenisierung von Fremdkapital

V. Zur Handelbarkeit im Sekundärmarkt

1. Grundsätzliches

Die Tokenisierung von Effekten vereinfacht wie dargelegt deren Übertragung (siehe oben, III.2.) und somit grundsätzlich auch deren Handelbarkeit. Die Tokenisierung bedeutet allerdings nicht automatisch, dass die Effekten auch an einer organisierten Handelsplattform handelbar sind. Im Gegenteil dürfte, um nicht unter die einschlägige Finanzmarktgesetzgebung zu fallen, regelmässig nur ein OTC-Handel über die gängigen Wallets und dezentralen Handelsplattformen ohne Zutun des Emittenten angestrebt werden.

Der dezentrale Handel kann mit Bezug auf Liquidität aber nicht mit organisierten Handelsplattformen mithalten. Letztere sind nach heutiger Rechtslage an strikte Vorgaben für Handelsplätze (d.h. Börsen und multilaterale Handelssysteme; Art. 26 FinfraG) geknüpft. Diese Handelsplätze akzeptieren als Teilnehmer nur ebenfalls regulierte Finanzinstitute, wie insbesondere Banken (Art. 34 Abs. 2 FinfraG). Dieser zentralistische Ansatz ist für den Handel mit DLT-basierten Effekten nur wenig geeignet, da er gerade nicht erlaubt, die wesentlichen Vorteile der Tokenisierung (siehe oben, II.4.) auszuschöpfen.

Mit der DLT-Gesetzgebung wird eine weitere Bewilligungskategorie geschaffen, die sog. DLT-Handelssysteme (Art. 73a ff. revFinfraG). Das DLT-Handelssystem ist an die bestehenden Handelsplätze angelehnt und übernimmt viele der einschlägigen Pflichten (siehe Art. 73b revFinfraG). Ein wesentlicher Unterschied besteht nun aber darin, dass DLT-Handelssysteme (auch) jede natürliche und juristische Person zum Handel zulassen dürfen, soweit diese erklärt, auf eigenen Namen und auf eigene Rechnung tätig zu sein (Art. 73c Abs. 1 lit. e revFinfraG). Diese Erweiterung des Teilnehmerkreises entspricht der dezentralen Natur von DLT-Systemen, sodass sich mit dem Handel von digitalen Vermögenswerten hoffentlich bald ein weiterer wesentlicher Schritt in der Wertschöpfungskette verwirklichen lässt.

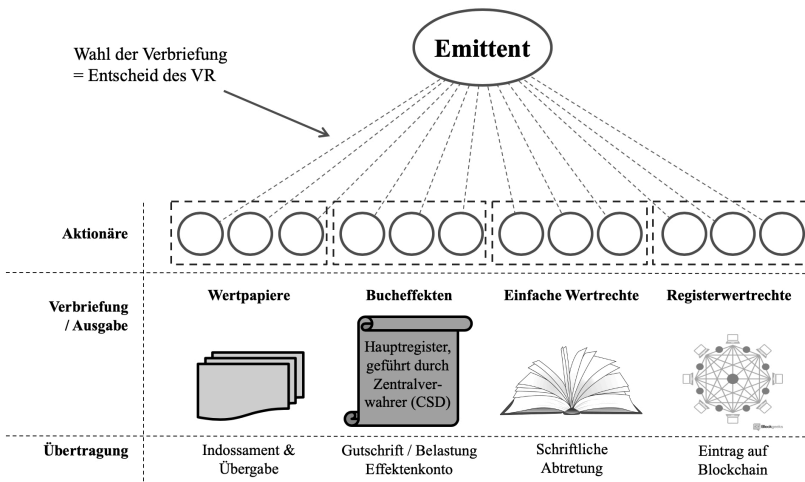


Abbildung 5 Arten der Verbriefung von Aktien (Sicht auf Handelbarkeit)

2. Neuerungen der SIX Digital Exchange (SDX)

Die SIX Digital Exchange (SDX) verfolgt einen eigenständigen Ansatz der Tokenisierung, welcher wesentliche Teile der Wertschöpfungskette abdecken soll. Ziel ist es, die Übertragung aller Arten von Vermögenswerten ausschliesslich digital veranlassen zu können.⁸² Die SIX beabsichtigt dabei, die von bestehenden Börsen angebotenen Dienstleistungen von der Kotierung über den Handel bis hin zum Settlement von Aktien, Partizipationsscheinen und Anleihen mittels Tokenisierung zu digitalisieren.⁸³ Der offizielle Handelsstart der SDX ist für das vierte Quartal 2020 vorgesehen.⁸⁴

Die SDX spricht dabei im Zusammenhang mit der Kotierung neu von einem Initial Digital Offering (IDO), welches dem SDX-spezifischen STO bzw. dem Äquivalent zum traditionellen IPO entspricht. Beim IDO wird ein Unternehmen an

⁸² SDX, Vision, <<https://www.sdx.com/en/home/sdx/vision.html>>.

⁸³ SDX, Services, <<https://www.sdx.com/en/home/offering/services.html>>.

⁸⁴ SIX Digital Exchange launches DLT-based trading and settlement prototype, Pressemitteilung vom 23. September 2019, <<https://www.sdx.com/en/home/news-events/20190923-six-sdx-update.html>>.

der SDX gelistet, wobei die entsprechenden Aktien als SDX-eigene Security Token ausgegeben werden. Der Handel mit SDX-fremden Anlagetoken ist soweit ersichtlich (zumindest vorerst) nicht vorgesehen.⁸⁵

Die SDX agiert beim IDO sowohl als Zentralverwahrer im Sinne von Art. 4 BEG als auch als regulierter Handelsplatz im Sinne von Art. 26 FinfraG. Ihre Dienstleistungen erbringt die SDX daher nur B2B, da sie lediglich regulierte Teilnehmer zum Handel zulassen darf (Art. 34 Abs. 2 FinfraG).⁸⁶ Es werden somit Bucheffekten auf einem Blockchain-basierten Hauptregister im Sinne des BEG geschaffen, was mit einer direkten Tokenisierung von Aktien durch den Emittenten (siehe oben, III.) nicht wirklich vergleichbar ist. Technisch beabsichtigt die SDX eine *permissioned* Blockchain (Corda) zu verwenden, wobei die SDX den Zugang zur Blockchain kontrollieren wird.⁸⁷

Die Dienstleistung der SDX orientiert sich somit an klassischen, zentralisierten Börsen und ist auf die bisherigen Intermediäre, d.h. Banken und Effektenhändler (bzw. Wertpapierhäuser in der Terminologie des FinIG), ausgerichtet. So ist nur konsequent, dass die SDX zumindest anfänglich den Kotierungsregeln der SIX folgen will.⁸⁸ Es ist somit davon auszugehen, dass sich die SDX eher an etabliertere, grössere Unternehmen richtet (und gerade nicht an Startups und KMU, wie der oben beschriebene direkte Tokenisierungsprozess).

Als wesentlicher Unterschied gegenüber klassischen Börsen beabsichtigt die SDX ein umfassendes Angebot von Listing über Handel bis Settlement. Die Abwicklung der Transaktion soll dabei simultan erfolgen, d.h. in einem Zeitfenster von weniger als einer Sekunde sollen sowohl die Lieferung der Effekte als auch die Zahlung erfolgen. Die SDX spricht in diesem Zusammenhang von „atomic settlement“ und (da die Zeitdifferenz von bis zu 2 Tagen und somit das Clearing als separate Funktion entfallen) von „riskless trading“. Damit das Settlement effizient möglich ist, arbeitet die SDX auch an einem Stablecoin, der jederzeit einem Schweizer Franken entsprechen soll.⁸⁹

⁸⁵ SDX, Initial Digital Offering (IDO), <<https://www.sdx.com/en/home/offering/initial-digital-offering-id-o.html>>.

⁸⁶ SDX, Business Model, <<https://www.sdx.com/en/home/sdx/business-model.html>>.

⁸⁷ SDX, Technology, <<https://www.sdx.com/en/home/sdx/technology.html>>.

⁸⁸ SDX, Services, <<https://www.sdx.com/en/home/offering/services.html>>.

⁸⁹ SDX, Business Model, <<https://www.sdx.com/en/home/sdx/business-model.html>>. Siehe auch das Testprojekt von SNB und SDX unten, V.3.

3. Stable Coins und digitale Währungen im Besonderen

Bei Dividendenzahlungen aus tokenisierten Aktien (siehe oben, III.3.b)) oder Zins- und Kapitalrückzahlungen aus tokenisiertem Fremdkapital (siehe oben, IV.) hat der Schuldner die Wahl, die Zahlungsströme entweder *on-chain* oder *off-chain* abzuwickeln. Für eine automatisierte *on-chain* Ausführung der Zahlungen stehen zurzeit aber nur volatile Kryptowährungen (insbesondere Ether) zur Verfügung. Demgegenüber können *off-chain* Zahlungen in Fiatgeld nicht automatisch durch Smart Contracts ausgeführt werden.

Eine zusätzliche Senkung von Transaktionskosten wäre somit möglich, wenn alle relevanten Zahlungsströme automatisch *on-chain* ohne zusätzliche Volatilität herkömmlicher Kryptowährungen möglich wären. Noch mehr als bei Aktien scheint dies bei Fremdkapitalinstrumenten bedeutend zu sein, da aufgrund regelmässiger Zinszahlungen neben der Kapitalrückzahlung mehr Zahlungsströme anfallen. So würde z.B. die manuelle Abstimmung beim Erfüllen von Ansprüchen aus Anleihen hinfällig und alle Marktteilnehmer hätten Zugang zu den unterliegenden Berechnungen und Berechnungsgrundlagen.⁹⁰

Die Lösung hierfür könnten auf der Blockchain ausgegebene sog. Stable Coins sein. Stable Coins unterliegen bestimmten Vermögenswerten wie Fiat-Währungen, Rohstoffen, Immobilien und Effekten. Ihr Wert lässt sich aufgrund der Anbindung an diese unterliegenden Vermögenswerte davon ableiten. Durch die Anbindung an stabilere Vermögenswerte soll die für bisherige Kryptowährungen typische Preisvolatilität reduziert werden. Dadurch soll die Geldeigenschaft verbessert und die Marktakzeptanz gesteigert werden.⁹¹

Für die Transaktionsabwicklung besonders interessant sind Stable Coins, die an eine anerkannte Währung, namentlich den Schweizer Franken, geknüpft sind. Solche haben sich erst in jüngerer Vergangenheit konkretisiert. Mit dem CryptoFranc (XCHF) lancierte Swiss Crypto Tokens, ein Tochterunternehmen von Bitcoin Suisse, im Herbst 2018 einen an den Schweizer Franken gebundenen Stable Coin auf ERC20 Basis. Jeder XCHF ist mit einem Schweizer Franken hinterlegt und damit 1:1 an dessen Wert gebunden.⁹² Ausgestaltet ist der XCHF jedoch als Anleiheobligation, weshalb er ein Gegenparteirisiko birgt und sich wenig zur Transaktionsabwicklung eignet.⁹³

⁹⁰ CVA Asset Tokenization, 23 f.

⁹¹ FINMA, Ergänzung der Wegleitung für Unterstellungsfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 11. September 2019; MÜLLER/ONG, 203.

⁹² Swiss Crypto Tokens, How it works, <<https://www.swisscryptotokens.ch/how-it-works/>>.

⁹³ GRUNDELEHNER, 21.

Sygnum hat als regulierte Schweizer Bank⁹⁴ im Frühjahr 2020 einen digitalen Franken spezifisch für die Abwicklung lanciert. Der Sygnum Digital CHF (DCHF) ist ein an den Schweizerfranken gebundener Settlement-Token, welcher die Abwicklung von Transaktionen in Echtzeit und ohne Gegenparteirisiko ermöglichen soll. Sygnum hält dabei für jeden ausgegebenen DCHF den gleichen Betrag in Franken als Sicherheit bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB).⁹⁵

In eine ähnliche Richtung geht das Testprojekt von SNB und SDX, welches derzeit zur Tokenisierung von Zentralbankgeld durchgeführt wird, wobei die Verwendung von Zentralbankgeld die Sicherheit für die Marktteilnehmer weiter erhöhen soll. Über digitales Zentralbankgeld sollen die Marktteilnehmer der SDX direkten Zugang zu Zentralbankgeld erhalten.⁹⁶ Die SNB würde derart tokenisiertes Zentralbankgeld, so es denn eingeführt wird, einem weiteren Kreis von FinTech-Unternehmen (B2B) anbieten, hat es bislang aber ausgeschlossen, dieses auch der breiten Öffentlichkeit (B2C) zugänglich zu machen.⁹⁷

VI. Schlussbemerkungen

Die Tokenisierung von Effekten bietet erhebliches Potential zur Finanzierung von Startups und KMU. Sowohl bei Ausgabe und Platzierung im Primärmarkt als auch beim Handel im Sekundärmarkt erlaubt sie ähnliche Vorteile wie dies heute börsengehandelte Bucheffekten für grössere Unternehmen tun – nur bei erheblich geringerem Aufwand und stark reduzierten Kosten.

Bereits unter geltendem Recht ist die Tokenisierung von Effekten zulässig und wurde von verschiedenen Unternehmen in der Praxis umgesetzt. Die bisherige Unsicherheit betreffend Formgültigkeit der Übertragung tokenisierter Effekten wird mit der DLT-Gesetzgebung beseitigt werden. Die Stossrichtung dieser Vorlage auf Basis ihrer Grundsätze von Technologieneutralität und Risikobasierung ist zu begrüßen, zumal sie in wesentlichen Punkten Rechtssi-

⁹⁴ FINMA, Liste der von der FINMA bewilligten Banken und Wertpapierhäuser, Stand 3. April 2020.

⁹⁵ Sygnum Bank, Sygnum Bank launches Digital CHF token, Pressemitteilung vom 23. März 2020, <<https://www.insights.sygnum.com/post/sygnum-bank-launches-digital-chf-token>>; GRUNDEHNER, 21.

⁹⁶ FISCHER PETER A., Die Nationalbank testet mit der Schweizer Blockchain-Börse SDX den E-Franken, NZZ vom 9. Oktober 2019, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/snb-und-schweizer-blockchain-boerse-experimentieren-mit-digitalem-zentralbankgeld-ld.1514119>>.

⁹⁷ FISCHER PETER A., Die Nationalbank testet mit der Schweizer Blockchain-Börse SDX den E-Franken, NZZ vom 9. Oktober 2019, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/snb-und-schweizer-blockchain-boerse-experimentieren-mit-digitalem-zentralbankgeld-ld.1514119>>.

cherheit entlang der gesamten Wertschöpfungskette zu schaffen vermag und damit ein verlässliches Fundament für die Entwicklung und den Erfolg von digitalen Vermögenswerten nicht nur in der Schweiz darstellt, sondern aufgrund ihrer Strahlkraft auch in ausländische Märkte wirken kann.

Marktdurchsetzung verlangt dabei nicht nur Rechtssicherheit und Vertrauen der Marktteilnehmer in die Verlässlichkeit der DLT-Infrastrukturen, sondern ganz wesentlich auch die Entwicklung und Anwendung von gemeinsamen Standards, Modellen und Best Practice Empfehlungen in technischer, kommerzieller und rechtlicher Hinsicht. Private Organisationen und Akteure können hier (zu Themen wie etwa Tokenisierungsprozess, Umgang mit GWG-Aspekten, sichere Verwahrung, Emissionsprospekt, Entwicklung von Smart Contracts etc.) einen wesentlichen Beitrag zur Weiterentwicklung und Marktreife der Wertschöpfungskette für digitale Vermögenswerte leisten.

Literaturverzeichnis

- Blockchain Taskforce, Positionspapier zur rechtlichen Einordnung von ICOs, 2018.
- CMTA, AML Standards for Digital Assets, 2018 (CMTA AML Standards for Digital Assets).
- CMTA, Blueprint for the tokenization of shares of Swiss corporations using the distributed ledger technology, 2018 (CMTA Blueprint for tokenization of shares).
- CMTA, Model prospectus for the public offering of tokenized shares, 2020 (CMTA Model prospectus for tokenized shares).
- Crypto Valley Association, Asset Tokenization Under Swiss Law, 2018 (CVA Asset Tokenization).
- FERGUSON NIALL, *The Ascent of Money*, 2. A., London 2009.
- GRUNDLEHNER WERNER, Eine „schnelle“ Währung ohne Negativzinsen, NZZ vom 31. März 2020, 21.
- IFFLAND JACQUES/BEN HATTAR ARIEL, Central Securities Depositories in the age of Tokenized Securities, CapLaw 1/2020, 22 ff.
- IFFLAND JACQUES/LÄSER ALESSANDRA, Die Tokenisierung von Effekten, Ein neuer Weg an den Kapitalmarkt, GesKR 2018, 415 ff.
- KRAMER STEFAN/MEIER URS, DLT Draft Law – Civil Law Aspects, CapLaw 1/2020, 7 ff. (zit. KRAMER/MEIER, DLT Draft Law).
- KRAMER STEFAN/MEIER URS, Tokenisierung von Finanzinstrumenten, GesKR 2020, 60 ff. (zit. KRAMER/MEIER, Tokenisierung).
- MACCABE KEVIN, Die Abbildung von Vermögenswerten durch Anlage-Tokens, 1. A., Zürich 2019.
- MÜLLER LUKAS/ONG MALIK, Aktuelles zum Recht der Kryptowährungen, AJP 2020, 198 ff.
- PASQUIE BRUNO/AYER JEAN-MARIE, Formungültige Aktienübertragungen auf der Blockchain, Anwaltsrevue 2019, 196 ff.

Startupticker.ch, Swiss Venture Capital Report 2020, 2020.

Swiss Blockchain Federation, Tokenized Equity, Guidelines for Issuers of Equity and Related Tokens, Circular 2019/01.

VON DER CRONE HANS CASPAR/DERUNGS MERENS, Aktien als digitalisierte Werte, SZW 2019, 481 ff.

VON DER CRONE HANS CASPAR/MONSCH MARTIN/MEISSER LUZIUS, Aktien-Token, GesKR 2019, 1 ff.

WEBER ROLF H./IACANGELO SALVATORE, Legal Issues in relation to the Transfer of Tokens, CapLaw 3/2018, 8 ff.

Publikationsliste

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 202 **Elftes Zürcher Präventionsforum**
Neue Technologien im Dienste der Prävention:
Möglichkeiten – Risiken
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER/ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Ulf
Blanke, Ladina Cavelti, Ulrich Schimpel, Jasmine Stössel, Thomas Wenk,
Bettina Zahnd, 2020 – CHF 49.90/39.90.
- Band 203 **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**
Überblick und Kommentar 2019/2020
ANDREAS KELLERHALS/TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Tobias
Baumgartner, Mathis Berger, Alexander Brunner, Theodor Bühler, Balthasar
Dengler, Jana Fischer, Alfred Früh, Thomas Geiser, Pascal Grolimund, Stefan
Härtner, Ulrike I. Heinrich, Isabel Höhener, Samuel Jost, Brigitta Kratz,
David Mamane, Laura Manz, Michael Mayer, Urs Meier, Peter Rechsteiner,
Antoine Schnegg, René Schreiber, Kurt Sieht, Stefan Sulzer, Wesselina Uebe,
2020 – CHF 49.90.
- Band 204 **Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XV**
THOMAS U. REUTTER/THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Marion
Bähler, Christina Del Vecchio, Olivier Favre, Jürg Frick, Arie Gerszt, Sonja
Maire, Alex Nikitine, Thomas U. Reutter, Annette Weber, 2020 – CHF 39.90.
- Band 205 **Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht X**
Verantwortlichkeitsprozesse – Tagungsband 2020
ROLF SETHE/PETER R. ISLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lukas Fahrländer,
Peter Forstmoser, Peter R. Isler, Marcel Küchler, Stephan Mazan, Peter
Reichart, Ernst F. Schmid, Rolf Sethe, Martin Waldburger, 2021 – CHF 44.90.
- Band 206 **Gewalt gegen Frauen**
Fachtagung Bedrohungsmanagement – Tagungsband 2019
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von
Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Rosa Maria Martinez, Rahel Ott,
Christian Schwarzenegger, Luzia Siegrist, Claudia Wiederkehr, 2021 – CHF
39.90.

Ausserdem erschienen:

Schweiz – Europäische Union

Grundlagen, Bilaterale Abkommen, Autonomer Nachvollzug
MATTHIAS OESCH, 2020 – CHF 44.90.

Lange galt *Venture Capital* als „kleine“ Form des PE-Investments. „Unicorns“, auch in der Schweiz, technologische Entwicklungen sowie der globale Wettbewerb setzten Venture Capital und die Förderung von Unternehmertum wieder mit Wucht auf die Agenden von Wirtschaft und Politik. Die Themen und Instrumente haben sich erneuert und gewandelt. Diese Neuerungen standen im Fokus der Referate anlässlich der 7. Tagung des Europa Instituts an der Universität Zürich, welche in diesem Band schriftlich und mit wissenschaftlicher Akribie aufgearbeitet sind.

Zu den Themen gehören Investitionsformen wie Tokens oder „KISS“-Loans, Technologietransfer von Universitäten, Wachstum und Insolvenzgefahr, Corporate Governance Fragen wie auch neuste steuerliche Entwicklungen bei Incentive-Strukturen. Die durch die Covid 19-Misere noch geschärfte Aktualität dieser Beiträge macht die Lektüre zum Muss und Genuss.

Mit Beiträgen von:

Martin Frey

Dr. Dieter Gericke

Dr. Reto Heuberger

Margrit Marti

Dr. Lukas Morscher

Dr. Daniel Oehri

Dr. Julia Schieber

Lukas Staub

Dr. Oliver Triebold

Dr. Christian Wenger